

FINANSOWANIE DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ W POLSCE

WYBRANE ASPEKTY

Praca zbiorowa pod redakcją naukową
Izabeli Pruchnickiej-Grabias
i Anny Szelańgowskiej

Autorzy: Anna Bera, Tomasz Bernat, Bartłomiej Ceglowski, Małgorzata Gałązka-Sobotka, Iwona Gębska-Nędzi, Andrzej S. Krysiak, Paweł Niedziółka, Katarzyna Owsiak, Izabela Pruchnicka-Grabias, Anna Szelągowska, Joanna Wyrobek, Sławomir Zarębski.

Recenzent: prof. nadzw. dr hab. Sławomir Bukowski

© Copyright do wydania polskiego CeDeWu Sp. z o.o.
Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu oraz postaci bez pisemnej zgody autora i wydawcy.

Wydawnictwo CeDeWu oraz autor dołożyli wszelkich starań, aby treści zawarte w niniejszej publikacji były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak odpowiedzialności za ich wykorzystanie ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw autorskich oraz za skutki działań wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Projekt okładki: Agnieszka Natalia Bury

Opracowanie redakcyjne i DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

Wydanie I papierowe, Warszawa 2008 (dodruk)
ISBN 978-83-60089-23-1
EAN 97883600891231

Wydanie I elektroniczne, Warszawa 2014
ISBN 978-83-7941-119-1

Wydawca: CeDeWu Sp. z o.o.

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49

e-mail: cedewu@cedewu.pl

Redakcja wydawnictwa: (4822) 374 90 20 lub 22

Faks: (4822) 827 38 89

Księgarnia Ekonomiczna

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47

Tel.: (4822) 396 15 00...01

Faks: (4822) 827 38 89

Ekonomiczna Księgarnia Internetowa

www.cedewu.pl

www.4books.pl

Made in Poland

Spis treści

Wprowadzenie.	9
--------------------	---

Rozdział 1

Kredyty bankowe w działalności gospodarczej polskich przedsiębiorstw

– <i>Anna Szelągowska</i>	13
1.1. Charakterystyka kredytów bankowych oferowanych przedsiębiorstwom	14
1.2. Rola kredytów w finansowaniu przedsiębiorczości.	23
1.3. Wyznaczniki kosztu kredytu dla przedsiębiorstw	28
1.4. Wpływ finansowania nakładów inwestycyjnych przez banki na rozwój polskiej przedsiębiorczości	33

Rozdział 2

Kredyt kupiecki w działalności inwestycyjnej polskich przedsiębiorstw

– <i>Iwona Gębska-Nędzi</i>	41
2.1. Kapitał przedsiębiorstwa – zarys problemu	42
2.2. Istota kredytu kupieckiego i jego zastosowania – aspekt teoretyczny	43
2.3. Problematyka działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw.	50
2.4. Kredyt kupiecki a działalność inwestycyjna przedsiębiorstw	53
2.5. Zastosowanie kredytu kupieckiego w działalności inwestycyjnej polskich przedsiębiorstw	54

Rozdział 3

Ubezpieczenia finansowe jako instrument wspomagający finansowanie przedsiębiorstw kredytem kupieckim – *Anna Bera, Sławomir Zarębski* 67

3.1. Miejsce ubezpieczeń w systemie instrumentów zabezpieczających ryzyko kredytu kupieckiego	68
3.2. Istota i ryzyko kredytu kupieckiego.	71
3.3. Istota i miejsce ubezpieczeń finansowych w polityce kredytu kupieckiego . . .	76
3.4. Specyfika ubezpieczeń finansowych	78
3.5. Ubezpieczenie kredytu kupieckiego.	79
3.6. Ubezpieczenie kredytu eksportowego	81
3.7. Gwarancja spłaty należności handlowych.	83
3.8. Ubezpieczenie należności wynikających ze sprzedaży ratalnej	84
3.9. Ubezpieczenie należności faktoringowych	85

Rozdział 4

Leasing – *Katarzyna Owsiak, Izabela Pruchnicka-Grabias* 89

4.1. Ogólna charakterystyka leasingu.	89
4.1.1. Leasing operacyjny	91
4.1.1.1. Funkcje leasingu operacyjnego	92
4.1.2. Leasing finansowy	93
4.1.3. Ograniczenia prawne umowy leasingu	93
4.2. Podstawa prawna funkcjonowania leasingu	96
4.2.1. Uregulowania polskie	96
4.2.2. Uregulowania konwencji Unidroit	97
4.3. Regulacja umowy leasingu w Kodeksie cywilnym.	98
4.3.1. Podstawowe pojęcia.	98
4.3.1.1. Definicja umowy leasingu.	98
4.3.1.2. Strony umowy	99
4.3.1.3. Przedmiot umowy.	100
4.3.1.4. Forma zawarcia umowy	101
4.3.1.5. Czas, na jaki zawierana jest umowa	102
4.3.2. Prawa i obowiązki stron umowy	102
4.3.2.1. Prawa i obowiązki finansującego	102
4.3.2.2. Prawa i obowiązki korzystającego	105
4.3.3. Zakończenie leasingu.	109
4.3.3.1. Wygaśnięcie z upływem terminu, na jaki umowa była zawarta . . .	110
4.3.3.2. Rozwiązanie umowy leasingu na podstawie zasad ogólnych prawa cywilnego w drodze porozumienia stron	110

4.3.3.3. Wypowiedzenie dokonane przez finansującego.	110
4.3.3.4. Wypowiedzenie dokonane przez korzystającego.	111
4.3.3.5. Wygaśnięcie na skutek utraty rzeczy.	112
4.3.3.6. Wygaśnięcie na skutek odstąpienia przez finansującego od umowy ze zbywcą.	112
4.3.3.7. Wygaśnięcie na skutek odstąpienia od umowy przez jedną ze stron	113
4.4. Leasing w regulacjach podatkowych.	113
4.4.1. Opodatkowanie transakcji leasingu w podatkach dochodowych . .	113
4.4.1.1. Podstawowe pojęcia związane z regulacją leasingu	113
4.4.1.2. Dwie kategorie umów leasingu w świetle podatku dochodowego. .	117
4.4.1.3. Leasing gruntów	123
4.4.2. Opodatkowanie transakcji leasingu podatkiem od towarów i usług . .	123
4.4.2.1. Zasady opodatkowania leasingu finansowego.	124
4.4.2.2. Opodatkowanie leasingu operacyjnego.	127
4.4.2.3. Leasing samochodów osobowych	129

Rozdział 5

Faktoring – ujęcie praktyczne – Bartłomiej Cegłowski	133
5.1. Faktoring. Uwagi ogólne.	133
5.2. Luka płynności	136
5.3. Koszt faktoringu	142
5.4. Rynek faktoringu w Polsce	145

Rozdział 6

Franchising jako alternatywna forma finansowania rozwoju przedsiębiorstwa

– Małgorzata Gałązka-Sobotka	149
6.1. Istota i formy franchisingu	151
6.2. Uwarunkowania prawne rozwoju franchisingu w Polsce	157
6.3. Mocne i słabe strony franchisingu w procesie rozwoju przedsiębiorstwa . . .	162
6.4. Stan i kierunki rozwoju franchisingu w Polsce	165

Rozdział 7

Publiczna emisja papierów wartościowych jako źródło kapitału

– Izabela Pruchnicka-Grabias	175
7.1. Zalety i wady wprowadzenia spółki do obrotu publicznego	176
7.2. Etapy wchodzenia spółki na giełdę	186
7.3. Publiczne emisje w Polsce – tendencje rozwojowe	192

Rozdział 8

Pozagiełdowe instrumenty pochodne jako źródło finansowania przedsiębiorstw w okresie niekorzystnych wahań parametrów rynkowych – Paweł Niedziółka 195

8.1. Finansująca i stabilizująca funkcja instrumentów pochodnych.	195
8.2. Pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych w Polsce – segment klientowski	199
8.3. Współpraca między bankiem i przedsiębiorstwem na pozagiełdowym ryнку instrumentów pochodnych w Polsce	203
8.4. Potencjalna konwersja instrumentu pozabilansowego w produkt kredytowy – zaangażowanie banku z tytułu derywatów jako składnik portfela finansującego przedsiębiorstwo.	205
8.5. Ograniczanie ryzyka rynkowego za pomocą pozagiełdowych instrumentów pochodnych przez polskie przedsiębiorstwa – analiza wybranych aspektów	210
8.6. Depozyty strukturyzowane jako forma samofinansowania się przedsiębiorstw – przykład DCD	214
8.7. Czy pozagiełdowe instrumenty pochodne stanowią źródło finansowania polskich przedsiębiorstw?	215

Rozdział 9

Kapitał własny w Polsce – wybrane aspekty – Joanna Wyrobek. 217

9.1. Kapitał własny	217
9.1.1. Definicja kosztu kapitału	218
9.1.2. Koszt kapitału własnego jako element średniego ważonego kosztu kapitału	218
9.2. Wielkość i udział kapitału własnego w pasywach w latach 1997-2004	221
9.3. Metody obliczania kosztu kapitału własnego.	224
9.3.1. Model CAPM	226
9.3.1.1. Współczynnik beta	228
9.3.1.2. Odlewarowanie współczynnika beta	231
9.3.2. Dobór zmiennych do modelu CAPM	234
9.3.2.1. Współczynniki beta	234
9.3.2.2. Stopa wolna od ryzyka	243
9.3.2.3. Premia za ryzyko	244
9.4. Kształtowanie się kosztu kapitału własnego w Polsce	246

Rozdział 10

Obligacje komunalne jako źródło finansowania działalności jednostek

samorządu terytorialnego – <i>Andrzej S. Krysiak</i>	251
10.1. Funkcje i rodzaje obligacji	253
10.2. Obligacje komunalne jako alternatywa dla kredytu bankowego	261
10.3. Rynek obligacji komunalnych w Polsce	264

Rozdział 11

Finansowanie działalności przedsiębiorstwa przez fundusze europejskie

– <i>Tomasz Bernat</i>	275
11.1. Rola funduszy europejskich w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa . . .	276
11.2. Fundusze europejskie – wsparcie dla przedsiębiorstw	279
11.3. Wykorzystanie funduszy europejskich – krótkie podsumowanie pierwszego okresu uczestnictwa Polski w strukturach UE	282
11.4. Możliwości wykorzystania funduszy unijnych w Polsce	285
11.5. PARP – przykład działania instytucji wdrażającej środki finansowe pochodzące z UE	286

Bibliografia	291
-------------------------------	------------

Wprowadzenie

Znajomość dostępnych źródeł finansowania działalności gospodarczej w Polsce okazuje się nieodzowna w procesie zarządzania przedsiębiorstwem. Ustalenie optymalnej struktury kapitału w przedsiębiorstwie należy do najistotniejszych decyzji finansowych podejmowanych przez jego właścicieli. Przedsiębiorstwa, decydując się na skorzystanie z zewnętrznych lub wewnętrznych źródeł finansowania rozwoju, biorą pod uwagę różne kryteria potwierdzające racjonalność ich decyzji. Wraz ze wstąpieniem Polski w struktury UE, a także mając na uwadze postępującą globalizację rynków finansowych, podmioty gospodarcze w naszym kraju mają coraz większą możliwość pozyskania kapitałów obcych na sfinansowanie działalności gospodarczej. Znajomość tych źródeł finansowania i ich efektywne wykorzystanie jest dziś nieodzownym atutem każdego przedsiębiorcy, który chce się rozwijać na konkurencyjnym rynku Unii Europejskiej.

Publikacja ta stanowi nieodzowne kompendium wiedzy o możliwościach finansowania działalności gospodarczej w Polsce. Zamieszczone w niniejszej monografii teksty dotyczą zarówno kapitału własnego jak i obcego w finansowaniu działalności gospodarczej. Książka składa się z jedenastu rozdziałów.

Rozdział pierwszy jest poświęcony finansowaniu przedsiębiorstw za pomocą kredytów bankowych. Autorka przedstawiła w nim rodzaje kredytów oferowanych polskim przedsiębiorstwom przez banki oraz zaprezentowała ich znaczenie w finansowaniu działalności bieżącej i inwestycyjnej przedsiębiorstw. W dalszej części dokonano analizy porównawczej warunków udzielenia kredytu inwestycyjnego i rzeczywistego kosztu kredytu, który niejednokrotnie decyduje o wyborze tego źródła finansowania. W rozdziale tym rozpatrzone zostały wielorakie aspekty finansowania przedsiębiorstw przez banki, a to z uwagi na udział kredytów bankowych w finansowaniu nakładów inwestycyjnych w skali makro.

Poza kredytami bankowymi przedsiębiorstwa wykorzystują kredyty kupieckie, które zostały scharakteryzowane w rozdziale drugim. Celem tego rozdziału było zobrazowanie istoty i specyfiki kredytu kupieckiego wraz ze wskazaniem możliwości jego zastosowania oraz zasad temu przyświecających we współczesnej gospodarce. Przeprowadzone przez Autorkę badania wskazały na odmienne, niż zakłada teoria, zastosowania pozyskanych w ten sposób środków.

W nawiązaniu do poprzedniego rozdziału celowym wydało się zatem przedstawienie w rozdziale trzecim ubezpieczeń finansowych, które wspomagają finansowa-

nie przedsiębiorstw kredytem kupieckim. Autorzy skupili się na roli ubezpieczeń w ograniczaniu ryzyka, które towarzyszy sprzedaży z odroczonym terminem płatności w polskich przedsiębiorstwach. W tym celu dokonali oni charakterystyki wybranych ubezpieczeń finansowych, które mogą wspomagać politykę zbytu produktów i usług na warunkach kredytu kupieckiego na różnych etapach współpracy z kontrahentem. Rozdział kończą refleksje i spostrzeżenia Autorów o znaczeniu instrumentów wspomagających finansowanie przedsiębiorstw kredytem kupieckim.

W rozdziale czwartym Autorki przedstawiły zasady funkcjonowania leasingu operacyjnego i finansowego wykorzystywanych w działalności gospodarczej. Na uwagę zasługuje profesjonalne podejście do skonfrontowania przepisów prawno-podatkowych dotyczących leasingu z praktyką gospodarczą w naszym kraju.

W rozdziale piątym zaprezentowano znaczenie faktoringu w finansowaniu działalności gospodarczej w Polsce. Zwrócono tu uwagę na fakt, że popularność tej formy finansowania wynika między innymi z narastających problemów z płynnością wielu przedsiębiorstw. Głównym celem tego rozdziału było uzyskanie odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób sprzedaż wierzytelności wyspecjalizowanej instytucji finansowej może być korzystna dla osiąganych przez przedsiębiorstwa wyników finansowych.

Rozdział szósty poświęcony został franchisingowi, który stanowi jedną z metod rozwoju przedsiębiorstwa i jego zarządzania. Autorka, po zaprezentowaniu istoty i form franchisingu, wskazała na jego mocne i słabe strony w procesie rozwoju przedsiębiorstw, a także mając na uwadze fakt, że umożliwia on szybką ekspansję rynkową na skutek upowszechnienia znaku firmowego, omówiła stan i kierunki rozwoju tej formy działalności gospodarczej.

Istotnym źródłem pozyskiwania kapitału na rozwój działalności przedsiębiorstw jest także publiczna emisja papierów wartościowych, która została zaprezentowana w rozdziale siódmym. Zdaniem Autorki, sprawnie działająca giełda papierów wartościowych, umożliwia nie tylko pozyskanie kapitału, lecz również wycenę przedsiębiorstwa w odniesieniu do pozostałych podmiotów działających w tej samej branży. Autorka podkreśla, że pomimo znaczącego wzrostu znaczenia finansowania polskich przedsiębiorstw poprzez publiczny rynek kapitałowy, nadal wiele podmiotów obawia się wejścia na giełdę. Przyczyn takiego stanu należy upatrywać nie tylko w słabej sytuacji finansowej, lecz często w nieuzasadnionych obawach przed zmianami i poszukiwaniem nowych sposobów pozyskiwania środków finansowych. Chociaż to właśnie zmiany są źródłem rozwoju podmiotów, to jednak świadomość menedżerów nie zawsze jest na tyle wysoka, by dążyli oni do wprowadzenia zarządzanej przez siebie spółki na giełdę. Z tego powodu wybierają tradycyjne źródła finansowania jak kredyt bankowy czy leasing. Przesłanką tego rozdziału jest postulat by promocja działalności Giełdy Papierów Wartościowych uświadamiała potencjalnym emitentom, iż obecność na rynku publicznym to dodatkowa reklama i wzrost wiarygodności spółki w oczach kredytodawców, kontrahentów i klientów.

Celem rozdziału ósmego było wykazanie finansującej roli pozagiełdowych instrumentów pochodnych, która objawia się, z jednej strony, w traktowaniu przez banki zaangażowania w instrumenty pochodne na zbliżonych zasadach jak w przypadku typowych instrumentów kasowych o charakterze finansującym (kredyt, obligacja), z drugiej zaś strony, w realnym dopływie środków pieniężnych do przedsiębiorstw z tytułu realizacji transakcji terminowych. Autor w tym rozdziale udowodnił, że rynek instrumentów pochodnych to nie tylko miejsce dla ambitnych traderów, którzy dzięki efektowi dźwigni finansowej osiągają gigantyczną stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału, ale również szansa dla przedsiębiorstw, chcących uodpornić swój *cash flow* i rachunek wyników na wahania kursów walutowych, stóp procentowych i cen surowców.

Rozdział dziewiąty poświęcony został kapitałowi własnemu, który uważany jest za najdroższą formę finansowania przedsiębiorstw. Autorka podkreśla, że pomimo wysokiego kosztu pozyskania tego kapitału gwarantuje on zabezpieczenie aktywów finansowanych z tego źródła, ponieważ jest to kapitał najbardziej długoterminowy i stabilny spośród wszystkich źródeł finansowania. W niniejszym rozdziale badaniu poddano dwa aspekty kapitału własnego, a mianowicie jego udział w całości pasywów oraz rzeczywisty koszt tej formy finansowania. Autorka, wykorzystując model CAPM, zbadała kształtowanie się kosztu kapitału własnego w najważniejszych działach polskiej gospodarki.

Rozdział dziesiąty prezentuje znaczenie obligacji komunalnych w finansowaniu działalności jednostek samorządu terytorialnego. Autor wyraża pogląd, że emisja obligacji komunalnych jako metoda pozyskiwania przychodów zwrotnych pokrywających niedobory finansowe jednostek samorządowych zwłaszcza w dziedzinie lokalnych inwestycji ma przed sobą wiele perspektyw. Zdaniem Autora obligacje komunalne będą coraz częściej wykorzystywane jako instrument finansowania wkładu własnego przy realizacji programów inwestycyjnych ze środków strukturalnych UE, co wobec ogromnych potrzeb w tym zakresie, powinno przyczynić się do znacznego rozwoju polskiego rynku obligacji komunalnych.

Rozdział jedenasty poświęcony został funduszom europejskim, które od kilku lat coraz częściej ogrywają istotną rolę w finansowaniu działalności gospodarczej polskich przedsiębiorstw. Autor przedstawił miejsce i rolę środków z funduszy pomocowych UE w finansowaniu działalności przedsiębiorstw oraz dokonał charakterystyki wykorzystania środków unijnych w pierwszych kilkunastu miesiącach po przystąpieniu Polski do UE. Rozdział kończą rozważania dotyczące głównych problemów, z jakimi spotykają się polscy przedsiębiorcy aplikujący o dofinansowanie swojej działalności z funduszy europejskich.

Reasumując, niniejsza publikacja omawia jeden z najbardziej istotnych aspektów finansowania działalności gospodarczej w Polsce. Czytelnik znajdzie tu informacje niezbędne do poznania źródeł finansowania i przyczyn ich wyboru przez

podmioty gospodarcze. Zamierzeniem Autorów było stworzenie publikacji dostosowanej do potrzeb edukacyjnych dla szerokiego kręgu czytelników. Książka ta zapewne nie wyczerpuje tematu finansowania działalności gospodarczej, ale stanowi kolejny krok w kierunku poszerzenia wiedzy z zakresu pozyskiwania środków na jej finansowanie.

*Izabela Pruchnicka-Grabias
Anna Szelągowska*

Warszawa, luty 2006

Rozdział 1

Kredyty bankowe w działalności gospodarczej polskich przedsiębiorstw

Anna Szelągowska

Wprowadzenie

Pozyskiwanie zewnętrznych źródeł finansowania przez polskie przedsiębiorstwa w wielu przypadkach uznawane jest za barierę ograniczającą ich rozwój. Trudności te w szczególności napotykają małe i średnie przedsiębiorstwa, które ze względu na niewystarczające kapitały własne, zmuszone są w wielu przypadkach do korzystania z droższej niż duże przedsiębiorstwa oferty kredytowej kierowanej do nich głównie przez banki komercyjne. Banki klasyfikując podmioty gospodarcze do odpowiedniej grupy docelowej, do której kierują swoją ofertę, biorą pod uwagę kryteria określone w ustawie o prowadzeniu działalności gospodarczej¹ oraz własne regulacje wewnętrzne. Uwzględniają one m.in. wysokość przychodów lub obrotów w danym roku, wielkość zatrudnienia oraz rodzaj prowadzonej księgowości przez przedsiębiorstwo. Zgodnie ze standardami² przyjętymi w Unii Europejskiej do kategorii małych i średnich przedsiębiorstw zalicza się podmioty zatrudniające mniej niż 250 pracowników i których roczny obrót nie przekracza 50 mln EUR i/lub całkowity bilans roczny nie przekracza 43 mln EUR. Małym przedsiębiorstwem jest podmiot zatrudniający mniej niż 50 pracowników i którego roczny obrót i/lub całkowity bilans roczny nie przekracza 10 mln EUR. Do sektora małych i średnich przedsiębiorstw zalicza się także mikroprzedsiębiorstwa, za które uważa się podmioty zatrudniające mniej niż 10 pracowników i których roczny obrót i/lub całkowity bilans roczny nie przekracza 2 mln EUR. Małe i średnie przedsiębiorstwa stanowią w naszym kraju 99,8% ogólnej liczby przedsiębiorstw³. Pozostałe podmioty kwalifikowane są do du-

¹ Zob. Ustawa z dnia 19 listopada 1999 roku – Prawo działalności gospodarczej (Dz.U. 1999, Nr 101, poz. 1178 z późn. zm.).

² Zob. Wyciąg z zalecenia Komisji 2003/361/WE z dnia 6 maja 2003 r. dotyczącego definicji małych i średnich przedsiębiorstw Dz.U. L 124 z 20.05.2003, s. 36.

³ U. Smolkowska, *Stan rozwoju sektora małych i średnich przedsiębiorstw, programy wsparcia realizowane przez państwo oraz absorpcja środków przedakcesyjnych*, Informacja Nr 1051, Kancelaria Sejmu, Biuro Studiów i Ekspertyz, Warszawa, czerwiec 2004, s. 1.

zych przedsiębiorstw. Bariery w uzyskaniu kredytu bankowego utrudniają dokonywanie przez przedsiębiorstwa na szeroką skalę inwestycji, które są kołem zamachowym każdej gospodarki. Jeśli przedsiębiorstwa nie mogą dokonywać ciągłych inwestycji, wówczas przy malejącym zapotrzebowaniu na dobra i usługi maleje produkcja, spada sprzedaż, a tym samym przedsiębiorcy nie mogą aktywnie uczestniczyć w kreowaniu długookresowego wzrostu gospodarczego.

1.1. Charakterystyka kredytów bankowych oferowanych przedsiębiorstwom

Pojęcie kredytu bankowego zdefiniowane jest w art. 69.1 ustawy Prawo bankowe⁴. Na jego mocy „przez umowę kredytu bank zobowiązuje się oddać do dyspozycji kredytobiorcy na czas oznaczony w umowie kwotę środków pieniężnych z przeznaczeniem na ustalony cel, a kredytobiorca zobowiązuje się do korzystania z niej na warunkach określonych w umowie, zwrotu kwoty wykorzystanego kredytu wraz z odsetkami w oznaczonych terminach spłaty oraz zapłaty prowizji od udzielonego kredytu”. Udzielanie kredytów jest więc szczególną czynnością bankową wymienioną wśród podstawowych czynności banków⁵. Kredytów może udzielać tylko bank, oddział banku zagranicznego, oddział instytucji kredytowej lub inna jednostka organizacyjna uprawniona do tego na podstawie odrębnej ustawy⁶.

Przedsiębiorstwa zaciągają kredyty na ogół z dwóch powodów: albo chcą utrzymać płynność finansową, albo chcą dokonywać inwestycji. Do najczęstszych form finansowania działalności gospodarczej przez banki zalicza się:

1) kredyty obrotowe:

- kredyty w rachunku bieżącym (*overdraft*),
- kredyty w rachunku kredytowym:
 - kredyt płatniczy,
 - kredyt rewalwingowy;

2) kredyty wekslowe finansujące działalność obrotową:

- kredyt dyskontowy,
- kredyt akceptacyjny;

3) kredyty inwestycyjne⁷.

⁴ Zob. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku – Prawo bankowe, (Dz.U. 1997, Nr 140, poz. 939, tekst jednolity Dz.U. 2002, Nr 72, poz. 665; zm: Dz.U. 2005, Nr 83, poz. 719).

⁵ Art.5 ust. 1, pkt 3.

⁶ Na gruncie prawa polskiego kredytów mogą także udzielać Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe.

⁷ R. Jagiełło, *Bankowość korporacyjna w Polsce*, Bank i Kredyt 2005, nr 6, s. 14.

Kredyty obrotowe umożliwiają finansowanie codziennej działalności przedsiębiorstwa. Stosuje się je do finansowania środków obrotowych, a konkretnie jako pożyczki pomostowej zapewniającej wpływ gotówki zamrożonej w należnościach. W kontekście krótkoterminowego zarządzania finansami można powiedzieć, że kredyty obrotowe „naoliwiają” cykl operacyjny lub gotówkowy w przedsiębiorstwie. Spowalniają one obrót całkowitych zobowiązań bieżących, aby zapewnić długotrwałą równowagę względem ilości gotówki generowanej ze środków obrotowych. Przyczyniając się do wzrostu i poziomu przychodów ze sprzedaży, kredyty obrotowe generują zyski, z których można spłacać odsetki od kredytu bankowego⁸.

Kredyt w rachunku bieżącym przeznaczany jest na pokrycie wymagalnych zobowiązań wynikających z prowadzenia działalności gospodarczej. Umożliwia on przedsiębiorstwu zadłużenie się do ustalonego w umowie limitu debetowego w tym rachunku. Warunkiem uzyskania tego kredytu jest posiadanie rachunku bankowego od określonego przez każdy bank czasu – banki wymagają najczęściej by kredytobiorca był ich klientem przynajmniej od 3 miesięcy. Bank ustala kwotę kredytu w rachunku bieżącym w oparciu o zdolność kredytową i sytuację ekonomiczno-finansową przedsiębiorstwa. Maksymalny okres kredytowania wynosi zazwyczaj 12 miesięcy, jednak jeśli bank uzna, że przedsiębiorca jest wiarygodnym klientem, będzie mógł starać się o przyznanie takiego kredytu w następnych latach. Kredyt w rachunku bieżącym zwiększa saldo debetowe rachunku bieżącego przedsiębiorstwa. Przedsiębiorca może więc dokonywać w ciężar rachunku płatności na kwotę większą niż aktualny stan wolnych środków na rachunku, ale nie przekraczającą sumy wolnych środków i określonego umową limitu. Wysokość kredytu w rachunku bieżącym jest ustalana indywidualnie, w zależności od potrzeb oraz wysokości i częstotliwości obrotów na rachunku bieżącym kredytobiorcy, a także zdolności kredytowej przedsiębiorcy. Kredyt ten ma charakter odnawialny – wszelkie wpływy na rachunek pomniejszają więc zadłużenie. Odsetki naliczane są na bieżąco jedynie od wielkości faktycznego zadłużenia i co miesiąc pobierane z rachunku, co oznacza, że spłata należnych odsetek może być wliczona w ciężar limitu kredytowego. Kredyt w rachunku bieżącym oprocentowany jest według zmiennej stopy procentowej ustalonej najczęściej w oparciu o stawkę WIBOR (jeśli kredyt udzielony jest w złotych) i marżę banku. Prowizje bankowe wynoszą najczęściej w Polsce od 0 do 5% kwoty kredytu. Niektóre banki pobierają dodatkowo kwartalną prowizję za administrowanie kredytem w rachunku bieżącym. Banki najczęściej zabezpieczają się żądając od przedsiębiorcy tzw. deklaracji negatywnej, w której kredytobiorca zapewnia, że nie będzie korzystał z kredytów w innych bankach⁹. Do zalet korzystania z tej formy kredytu należy zaliczyć

⁸ Por. R. Patterson, *Kompendium terminów bankowych po polsku i angielsku*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 184.

⁹ W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość. Zagadnienia podstawowe*, Poltext, Warszawa 2005, s. 140.

możliwość zadłużania się do ustalonego w umowie limitu przez określony w umowie okres. Ponadto, środki z tego kredytu mogą być wykorzystane na dowolny cel. Cechą tego kredytu jest szybki dostęp do przyznanych środków pieniężnych, bez konieczności każdorazowego składania dyspozycji uruchomienia kredytu. Środki z kredytu mogą zapewnić utrzymanie bieżącej płynności finansowej przedsiębiorstwa, pozwalając na swobodne prowadzenie rozliczeń z partnerami handlowymi zwłaszcza w przypadku rozbieżności pomiędzy terminami wpływów i wydatków, bowiem w okresie obowiązywania umowy można składać dyspozycje płatnicze w ciężar rachunku bieżącego na kwotę większą, niż aktualny stan środków na rachunku. Oprocentowanie kredytu w rachunku bieżącym dla przedsiębiorstw jest znacznie wyższe niż przeciętne oprocentowanie zwykłych kredytów gospodarczych udzielonych na taki sam okres¹⁰.

W szczególnych przypadkach bank może udzielić **kredytu w rachunku kredytowym**. Jest to kredyt obrotowy udzielony w specjalnie wydzielonym rachunku kredytowym na finansowanie bieżącej działalności przedsiębiorstwa. Kredyt ten wymaga oddzielnych dyspozycji i przeksięgowania między rachunkiem bieżącym a rachunkiem kredytowym przedsiębiorstwa¹¹. Kredyt w rachunku kredytowym ma przede wszystkim na celu ewidencję wykorzystania i spłaty kredytu przez bank. Kredyt ten udzielany jest zazwyczaj podmiotom gospodarczym o wysokim poziomie zdolności kredytowej. Najczęściej jest on udzielany jako kredyt docelowy, kredyt kasowy, kredyt na pokrycie wymagalnych zobowiązań, kredyt sezonowy lub kredyt w formie linii kredytowej¹². W ramach kredytu w rachunku kredytowym udziela się przede wszystkim kredytów płatniczych i kredytów rewolwingowych.

Kredyt płatniczy przeznaczony jest na finansowanie bieżących zobowiązań płatniczych kredytobiorcy powstałych w związku z prowadzoną działalnością gospodarczą. Jest to kredyt celowy realizowany jednorazowo w wysokości przyznanej kwoty i może być udzielony najczęściej na okres do 30 dni. Bank uwzględnia przy tym na ogół wysokość średniomiesięcznych wpływów środków pieniężnych na rachunek bieżący przedsiębiorstwa za okres 6 miesięcy przed udzieleniem kredytu. Kredyt płatniczy, który jest odmianą kredytu obrotowego, udzielany jest w złotych lub dewizach na pokrycie przejściowego braku środków na spłatę wymagalnych zobowiązań. Kredytobiorcami są więc te przedsiębiorstwa, które zgłaszają jednorazowe krótkotrwale zapotrzebowanie na środki pieniężne. Kredyt przeznaczony jest na dokonanie płatności lub sfinalizowanie zobowiązań na podstawie dokumentów potwierdzających przyszły wpływ na rachunek (potwierdzenie przele-

¹⁰ Z. Dobosiewicz, *Bankowość*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2003, s. 288.

¹¹ Z. Krzyżkiewicz, *Operacje bankowe*, [w:] W.L. Jaworski, Z. Krzyżkiewicz, B. Kosiński, *Banki. Rynek, operacje, polityka*, Poltext, Warszawa 2002, s. 103.

¹² Zob. J. Grzywacz, *Podstawy bankowości. System bankowy, kredyty i rozliczenia, ryzyko i ocena banku, marketing*, Difin, Warszawa 2002, s. 128.

wu, transferu waluty, itp.). Dokonanie płatności powoduje powstanie salda debetowego, które jest automatycznie likwidowane w momencie wpływu środków na konto przedsiębiorcy. Przedsiębiorstwo musi posiadać bezsporne, niezapłacone wierzytelności – czego udokumentowaniem są wystawione stosowne faktury dla kontrahentów. Wysokość kredytu płatniczego wynika z faktycznych, zgłaszanych potrzeb przedsiębiorstwa, weryfikowanych analizą jego sytuacji ekonomiczno-finansowej. Wykorzystanie kredytu płatniczego następuje na podstawie dyspozycji przedsiębiorstwa – w formie przekazania środków z rachunku kredytu na rachunek przedsiębiorstwa prowadzony w oddziale lub zapłaty za faktury dostawcy. Kredyt spłacany jest sukcesywnie. Kredytobiorca jest obowiązany zawiadomić z jednodniowym wyprzedzeniem bank o zamiarze spłaty, przy czym kwota spłacanej raty nie powinna być na ogół niższa niż 25% kwoty udzielonego kredytu. Wśród zalet korzystania z kredytu płatniczego wymienia się możliwość uzyskania kredytu zarówno w złotych, jak i w innej walucie (w zależności od potrzeb przedsiębiorstwa). Ponadto, stałe oprocentowanie kredytu umożliwia dokładne określenie kosztów związanych z pozyskaniem kredytu. Kredyt płatniczy daje możliwość utrzymania chwilowo zagrożonej płynności finansowej, ponieważ pozwala na likwidowanie zatorów płatniczych, poprawiając przepływy finansowe¹³. Oprocentowanie kredytu płatniczego jest każdorazowo negocjowane pomiędzy bankiem a przedsiębiorstwem. Podstawową różnicą między kredytem obrotowym a kredytem płatniczym jest okres kredytowania. Kredyt płatniczy jest udzielany maksymalnie na okres 28 dni, a więc jest tańszym produktem, prowizje i opłaty są odpowiednio niższe, wskaźnik zadłużenia jest wyższy tylko w krótkim okresie. Wyróżnikiem jest również cel finansowania. Kredytem obrotowym można finansować cykle produkcyjne, natomiast kredyt płatniczy finansuje chwilowe zapotrzebowanie na środki obrotowe.

Kredyt rewolwingowy umożliwia dokonywanie przez przedsiębiorstwo wielokrotnych pobrań w ramach określonej w umowie tzw. maksymalnej kwoty kredytu. Kwoty spłat jednocześnie podwyższają kwotę do pobrania w ramach maksymalnej kwoty kredytu, dając przedsiębiorstwu możliwość wielokrotnego wykorzystania limitu aż do dnia wygaśnięcia umowy. Kredyt ten jest zazwyczaj przyznawany jako kredyt krótkoterminowy. Ta forma finansowania działalności gospodarczej znajduje swoje zastosowanie wówczas, gdy przedsiębiorca nie jest w stanie dokładnie przewidzieć rozkładu w czasie swojego przyszłego przepływu gotówki lub też dokładnej wysokości środków finansowych, jakich będzie wymagał w przyszłości¹⁴. Najczęściej znajduje on swoje zastosowanie w przypadku przedsiębiorstw pragnących upłynnić swoje należności handlowe przed terminem ich zapadalności. Zaciągając kredyt rewolwingowy przedsiębiorstwo ma możliwość uzupełnienia kapitału

¹³ Por. Z. Krzyżkiewicz, *Operacje bankowe...*, op. cit., s. 104.

¹⁴ P.S. Rose, *Zarządzanie bankiem komercyjnym*, Tom I, Związek Banków Polskich, Warszawa 1997, s. 234.

obrotowego, jak również może osiągnąć planowany poziom produkcji bądź zysku przy niedostatecznym poziomie środków własnych. Wykorzystanie tego kredytu następuje w drodze ciągnień realizowanych na podstawie faktur sprzedaży wystawionych przez przedsiębiorstwo i przedstawionych do wykupu. Każdorazowe ciągnięcie tworzy lub zwiększa saldo debetowe na specjalnie wyodrębnionym rachunku kredytowym. Każde ciągnięcie, w ramach kredytu rewolwingowego, spłacane jest sukcesywnie ze środków pochodzących z płatności za faktury, które ewidencjonowane są bezpośrednio na rachunku, w ciężar którego następowało wykorzystanie kredytu. Każdy wpływ środków zmniejsza powstałe saldo debetowe i powoduje jednocześnie odnowienie niewykorzystanej kwoty kredytu do wysokości określonej w umowie kredytowej. Okres ważności uprawnienia do korzystania z kredytu, tj. do realizacji ciągnień, nie powinien przekraczać na ogół pół roku. Natomiast okres kredytowania, rozumiany jako okres zaangażowania banku, liczony od dnia przyznania uprawnienia do dnia ostatecznej spłaty kredytu, nie powinien przekraczać z reguły 3 kwartałów. Jako podstawowe zabezpieczenie spłaty tego kredytu stosowana jest najczęściej cesja wierzytelności z faktur przedstawianych do wykupu, podpisywana każdorazowo w momencie składania zleceń płatniczych przez przedsiębiorcę.

Druga grupa kredytów finansujących działalność gospodarczą to **kredyty wekslowe**. W ujęciu historycznym klasyczny kredyt bankowy polegał na dyskontowaniu lub skupie weksli, które były zobowiązaniem handlowym, wynikającym z transakcji kupna¹⁵. Instytucja weksla wykorzystywana jest do dziś w działalności gospodarczej, dzięki pełnieniu przez niego funkcji kredytowej, płatniczej i gwarancyjnej. W zależności od sposobu udzielenia kredytu wekslowego wyróżnia się kredyt dyskontowy i akceptacyjny.

Kredyt dyskontowy polega na udzieleniu kredytu posiadaczowi weksla poprzez zdyskontowanie weksla. Kwotę kredytu stanowi tzw. suma wekslowa. Przedsiębiorstwo otrzymuje kwotę kredytu stanowiącą równowartość sumy wekslowej pomniejszonej o dyskonto, czyli obliczone wcześniej oprocentowanie kredytu wraz z prowizją¹⁶. Od terminu wykupu weksla zależy termin, na jaki udzielany jest kredyt dyskontowy. Z reguły kredyt dyskontowy ma charakter krótkoterminowy. Weksel w ramach kredytu dyskontowego musi być złożony tylko przez przedsiębiorstwo będące posiadaczem weksla. Kredyt dyskontowy może być udzielany przedsiębiorstwu w formie jednorazowej transakcji (gdy kredytobiorca chce zdyskontować jednorazowo jeden lub więcej weksli) lub w formie cyklicznych transakcji. Udzielany kredyt dyskontowy przyjmuje wówczas formę linii dyskontowej. Oznacza to, że przedsiębiorcy przyznawany jest limit, do wysokości którego bank dyskontuje weksle. Limit taki może mieć charakter odnawialny (każdy wykup weksla przez dłużnika po-

¹⁵ Por. R. Patterson, *Poradnik kredytowy dla bankowców*, TWIGGER, Warszawa 1995, s. 157.

¹⁶ J. Bednarczyk, *Weksel w przystępny sposób*, BEL-Druk, Tarnów 2004, s. 15.

woduje odnowienie limitu), jak i nieodnawialny (wykup weksla przez dłużnika nie powoduje odnowienia limitu). Warunki linii kredytowej uzależnione są od oceny bieżącej i przyszłej zdolności kredytowej wnioskodawcy, przy czym okres ważności uprawnienia do korzystania z linii (rozumiany jako możliwość dyskontowania weksli) może wynosić maksymalnie 12 miesięcy. Do dyskonta w ramach linii kredytowej przyjmowane są weksle spełniające ogólne warunki dyskonta ustalone przez bank, zasadniczo tylko te, których termin płatności (liczony od daty złożenia do dyskonta) nie jest krótszy niż 7 dni w przypadku weksli wystawionych w polskich złotych i 30 dni w przypadku weksli w walucie obcej, a jednocześnie nie jest dłuższy niż 90 dni. Dyskonto weksla w ramach otworzonej linii kredytowej następuje na wniosek podawcy. Podawcą weksla może być każdy podmiot prowadzący działalność gospodarczą. Bank w zamian za otrzymany poprzez indos weksel, wypłaca podawcy sumę wekslową pomniejszoną o dyskonto za okres pozostający do wykupu weksla, która zmniejsza kwotę środków dostępnych w ramach przyznanej linii. W momencie spłaty weksla zdyskontowanego w ramach odnawialnej linii kredytowej, pozostająca do wykorzystania kwota limitu odnawia się wówczas o sumę wekslową spłaconego weksla. Decydując się na kredyt dyskontowy przedsiębiorstwo może pozyskać bardzo szybko środki przed terminem wykupu weksla i wykorzystać je na finansowanie bieżącej działalności. Bank przejmuje na siebie przesyłanie weksli do domicyliatu¹⁷ do wykupu przez dłużnika. Kredyt dyskontowy przeznaczony jest przede wszystkim dla firm i przedsiębiorstw, a sprzedawcą weksli i kredytobiorcą bywają najczęściej dostawcy towarów i usług. Sprzedaż weksli jest w tym przypadku pozyskaniem od banku jeszcze nie wymaganych należności przy akceptacji pewnego dyskonta tychże weksli. Stosowany jest on przez te przedsiębiorstwa, które w ramach rozliczeń ze swoimi kontrahentami otrzymują zapłatę w formie weksli, a jednocześnie chciałyby poprawić płynność bieżącą poprzez możliwość ich zdyskontowania w banku.

Kredyt akceptacyjny to umowa, na mocy której bank zobowiązuje się do akceptowania do kwoty kredytu ciągnionych na niego weksli przez przedsiębiorcę¹⁸. Podstawę uzyskania akceptu bankowego weksla trasowanego na bank i ewentualnego korzystania z kredytu akceptacyjnego stanowi umowa, w której klient zleca bankowi akceptowanie weksli, a bank przyjmuje zlecenie, zobowiązując się przy tym, że w przypadku niedostarczenia przez klienta środków na wykup weksla, udzieli mu kredytu akceptacyjnego¹⁹. Ten typ kredytu stosowany jest wówczas, gdy dostawca nie ma dostatecznych informacji na temat zdolności płatniczych odbiorcy. Kredyt akceptacyjny jest kredytem krótkoterminowym przeznaczonym na fi-

¹⁷ Domicyliat to osoba trzecia, u której weksel jest płatny.

¹⁸ J. Grzywacz, *Podstawy bankowości...*, op. cit., s. 130.

¹⁹ Por. Z. Krzyżkiewicz, *Operacje bankowe...*, op. cit., s. 111.

nansowanie zobowiązań kredytobiorcy akceptowanymi przez bank weksłami. Kredyt ten zapewnia wystawcy weksła niskie koszty finansowania, poprawia płynność finansową i wiarygodność oraz umożliwia uzyskiwanie dochodów z depozytów stanowiących zabezpieczenie kredytu akceptacyjnego przy jednoczesnym terminowym regulowaniu zobowiązań wobec kontrahentów. Beneficjentowi umożliwia natomiast regulowanie własnych zobowiązań, a akcept jednego banku ułatwia uzyskanie kredytu dyskontowego w innym banku. Weksel umożliwia szybsze otrzymanie należności, gdyż można go zdyskontować przed terminem płatności, co w konsekwencji ułatwia rozliczenia pomiędzy kolejnymi posiadaczami weksła. Maksymalny okres kredytowania wynosi na ogół do jednego roku. W terminie wykupu weksła bank pobiera należności z rachunku kredytobiorcy. W przypadku braku środków na wykup weksła, w zależności od rodzaju zawartej umowy bank może pobrać środki pieniężne stanowiące zabezpieczenie lub uruchomić kredyt krótkoterminowy.

Kredyt inwestycyjny służy finansowaniu nakładów inwestycyjnych mających na celu odtworzenie, modernizację lub powiększenie majątku trwałego przedsiębiorstwa²⁰. Udzielany jest on zazwyczaj na zakup nieruchomości, budowę nowych linii produkcyjnych, rozbudowę dotychczasowych linii produkcyjnych lub też zakup maszyn i urządzeń²¹. Można również sfinansować dzięki niemu zakup wartości niematerialnych i prawnych (patenty, wzory, licencje, specjalistyczne oprogramowania) oraz można nabyć akcje lub udziały przedsiębiorstw lub inne długoterminowe papiery wartościowe. Przy udzieleniu kredytu inwestycyjnego bank wymaga prawie zawsze udziału własnego przedsiębiorstwa w finansowaniu danego przedsięwzięcia. Na ogół banki finansują do 80% wartości netto inwestycji, a przy zakupie samochodów osobowych i ciężarowych – nawet do 90%. Finansowanie w niepełnej wysokości danego projektu lub przedsięwzięcia inwestycyjnego zmniejsza ryzyko kredytowe banku, ponieważ udział własny kredytobiorcy zwiększa jego zainteresowanie powodzeniem realizacji inwestycji²². Wykorzystanie kredytu zależy od indywidualnych potrzeb: można wykorzystać kredyt jednorazowo lub np. w transzach, dostosowanych do terminarza realizacji inwestycji. Spłata kredytów inwestycyjnych może następować w dwojaki sposób: albo przy wykorzystaniu metody kapitałowej, albo przy wykorzystaniu metody annuitetowej.

W metodzie kapitałowej (metodzie malejących rat) rata kredytu składa się z części kapitałowej oraz części odsetkowej. Rata kapitałowa jest wartością wynikającą z kwoty zaciągniętego kredytu podzieloną przez ilość rat (wartość stała), zaś rata odsetkowa wyliczana jest od faktycznej wartości zadłużenia przedsiębiorstwa na rzecz banku

²⁰ J. Grzywacz, *Podstawy bankowości...*, op. cit., s. 130.

²¹ M. Nowak, *Ocena zdolności kredytowej i ryzyka kredytowego. Poradnik bankowca*, Wydawnictwo BODiE, Poznań 2002, s. 75.

²² Zob. R. i R. Radziukiewicz, *Słownik terminów używanych w bankowości*, Wydawnictwo BART, Warszawa 1999, s. 88.

(wartość zmienna, zmniejszająca się wraz z naszymi spłatami). Kapitałowa metoda naliczania charakteryzuje się tym, iż pierwsze raty są o wiele wyższe od ostatnich (w miarę spłaty kredytu przekazywana przez przedsiębiorstwo do banku kwota maleje).

W metodzie annuitetowej (tzw. metodzie równych rat) spłata kredytu podzielona jest na równe części – kapitałową i odsetkową. W trakcie całego okresu spłaty udział obu części w spłacanych kwotach rat ulega zmianom. Całkowity koszt kredytu rozliczane-go metodą annuitetową jest jednak wyższy niż przy kredytach rozliczanych metodą kapitałową (w systemie równych rat wolniej spłacamy pożyczony kapitał)²³.

Załóżmy, że małe przedsiębiorstwo „ABC” chce zaciągnąć kredyt na pokrycie kosztów związanych z wprowadzeniem nowej linii technologicznej w wysokości 500 000 zł na okres 5 lat. Z punktu widzenia banków, do których przedsiębiorstwo zgłosiło się po ofertę, posiada ono zdolność kredytową²⁴ i spełnia wszystkie pozostałe warunki, aby uzyskać kredyt inwestycyjny. Oferta banków przedstawiała się następująco (tabela 1.1):

Tabela 1.1. Analiza porównawcza warunków udzielenia kredytu inwestycyjnego w dwóch wybranych bankach na 25.10.2005

Treść	Kredyt Banku A	Kredyt Banku B
Kwota kredytu	500 000 zł – inwestycja może być sfinansowana tylko w 80%	500 000 zł – inwestycja może być sfinansowana w 100%
Okres kredytowania	5 lat	5 lat
Forma spłaty	Kwartalnie + odsetki	Kwartalnie + odsetki
Cel	Zakup linii technologicznej	Zakup linii technologicznej
Wymagane dokumenty	Sprawozdania finansowe, rozliczenie roczne z urzędem skarbowym oraz biznes plan	Sprawozdania finansowe, rozliczenie roczne z urzędem skarbowym oraz biznes plan
Forma zabezpieczenia	Poręczenie wekslowe właścicieli; hipoteka lub zastaw na lokatach właścicieli przedsiębiorstwa, pełnomocnictwo do dysponowania środkami na rachunku w związku z udzielonym kredytem;	Poręczenie wekslowe właścicieli przedsiębiorstwa, hipoteka, gwarancje ubezpieczeniowe lub gwarancje lub poręczenie jednostki samorządowej lub zastaw rejestrowy na wierzytelności z rachunku;
Oprocentowanie	12,5%	17,0%
Rzeczywista roczna stopa procentowa	13,20%	20,01%
Prowizja	2%	3%
Kwota do spłaty	660 668,42 zł (w tym 20 rat po 25 000 zł plus odsetki w wysokości 160 668,42 zł)	710 299,33 zł (w tym 20 rat po 25 000 zł plus odsetki w wysokości 210 299,33 zł)
Koszt kredytu	$\left(\frac{660668,42}{500000} \cdot 100\% \right) = 32,13\%$	$\left(\frac{710299,33}{500000} \cdot 100\% \right) = 45,06\%$

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych dwóch wybranych banków spółdzielczych w województwie mazowieckim.

²³ A. Nakielski, *Kredyty – jakie są możliwości uzyskania pieniędzy?* [w:] Budujemy Dom 2005 nr 4. <http://www.budujemydom.pl/artykuly/59/3/>

²⁴ Zdolność kredytowa to zdolność do spłaty zaciągniętego kredytu wraz z odsetkami w terminach określonych w umowie.

Analiza danych zawartych w tabeli 1.1 prezentuje znaczne różnice w rzeczywistym koszcie kredytu oferowanym przez te dwa banki. Podstawowe oprocentowanie kredytu w Banku A było o 4,5% niższe niż w Banku B. Wynikało to z faktu, że przedsiębiorstwo od wielu lat było klientem Banku A, podczas gdy nie korzystało wcześniej w ogóle z usług Banku B. Decydując się na kredyt w Banku A przedsiębiorstwo zapłaciłoby o 49 630,911 zł mniej niż w przypadku skorzystania z kredytu w Banku B. Kwota ta odpowiada prawie dwóm ostatnim ratom wraz odsetkami, jakie zobowiązane byłoby spłacić przedsiębiorstwo korzystając z kredytu w Banku A (tabela 1.2):

Tabela 1.2. Harmonogram spłat kredytów inwestycyjnych w Banku A i w Banku B w okresie od 31.10.2005 do 30.09.2010

Rata	Zadłużenie	Bank A			Bank B		
		Rata	Odsetki	Rata plus odsetki	Rata	odsetki	Rata plus odsetki
1	500 000	25 000	10 243,06	35 243,06	25 000	8 383,56	33 383,56
2	475 000	25 000	14 843,75	39 843,75	25 000	19 910,96	44 910,96
3	450 000	25 000	14 218,75	39 218,75	25 000	19 282,19	44 282,19
4	425 000	25 000	13 576,39	38 576,39	25 000	18 210,96	43 210,96
5	400 000	25 000	12 638,89	37 638,89	25 000	16 953,42	41 953,42
6	375 000	25 000	11 848,96	36 848,96	25 000	15 719,18	40 719,18
7	350 000	25 000	11 059,03	36 059,03	25 000	14 997,26	39 997,26
8	325 000	25 000	10 269,10	35 269,10	25 000	13 926,03	38 926,03
9	300 000	25 000	9 687,50	34 687,50	25 000	12 715,07	37 715,07
10	275 000	25 000	8 889,24	33 889,24	25 000	11 655,48	36 655,48
11	250 000	25 000	7 899,31	32 899,31	25 000	10 712,33	35 712,33
12	225 000	25 000	7 187,50	32 187,50	25 000	9 641,10	34 476,71
13	200 000	25 000	6 388,89	31 388,89	25 000	8 476,71	33 476,71
14	175 000	25 000	5 468,75	30 468,75	25 000	7 335,62	32 335,62
15	150 000	25 000	4 739,58	29 739,58	25 000	6 427,40	31 427,40
16	125 000	25 000	3 993,06	28 993,06	25 000	5 356,16	30 356,16
17	100 000	25 000	3 194,44	28 194,44	25 000	4 238,36	29 238,36
18	75 000	25 000	2 343,75	27 343,75	25 000	3 143,84	28 143,84
19	50 000	25 000	1 579,86	26 579,86	25 000	2 142,47	27 142,47
20	25 000	25 000	798,61	25 798,61	25 000	1 071,23	26 071,23
Razem		500 000	160 668,42	660 668,42	500 00	210 299,33	710 299,33

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych dwóch wybranych banków spółdzielczych w województwie mazowieckim.

W tabeli 1.2 przedstawiono szczegółowy harmonogram spłat kredytu inwestycyjnego w Banku A oraz w Banku B. Jak widać przedsiębiorstwo płaciłoby w każdym kolejnym kwartale coraz mniejsze całkowite raty wraz z odsetkami. Wykorzystano tu metodę kapitałową, co oznacza, że co kwartał przedsiębiorstwo będzie spłacało kredyt w malejących ratach, na które składać się będą raty kapitałowe o stałej wysokości (wyliczone przez podzielenie kwoty udzielonego kredytu przez liczbę rat, czyli $500\,000\text{ zł} : 20\text{ rat} = 25\,000\text{ zł}$) oraz raty odsetkowe, liczone od zadłużenia malejącego w miarę spłaty kredytu.

1.2. Rola kredytów w finansowaniu przedsiębiorczości

Kredyt uważany jest za jedną z najstarszych kategorii ekonomicznych podczas gdy kredytowanie uważane jest za „serce” bankowości komercyjnej²⁵. Banki od wieków finansowały podmioty charakteryzujące się niedoborem środków pieniężnych. Dzięki temu klienci banków, zarówno indywidualni jak i instytucjonalni, mogli i nadal mogą z założenia na bieżąco regulować swoje zobowiązania oraz dokonywać inwestycji. Działalność kredytowa banków odbywa się dzięki kreacji pieniądza zdeponowanego przez klientów banków, którzy posiadają jego nadwyżki. Dzięki tym środkom banki mogą udzielać kredytów na różne cele za odpowiednią cenę, która niejednokrotnie wpływa na podjęcie decyzji o skorzystaniu z tego źródła finansowania przez przedsiębiorcę. Kredyty nadal pozostają jedną z najczęściej wykorzystywanych zewnętrznych form finansowania działalności gospodarczej, przez co warunkują rozwój całej polskiej gospodarki²⁶.

Znaczenie kredytów w gospodarce sprowadza się do ich funkcji jakie spełniają w rozwoju przedsiębiorczości. **Funkcja emisyjna kredytów** oznacza, że każde udzielenie kredytu przedsiębiorstwu przyczynia się do wprowadzenia do obrotu nowego pieniądza, natomiast w momencie spłaty kredytu przez przedsiębiorstwo następuje wycofanie środków pieniężnych z obiegu. Wobec tego podaż pieniądza dostosowana do potrzeb rozwojowych gospodarki decyduje o sukcesie realizowanej polityki ekonomicznej i przebiegu procesów wzrostu gospodarczego²⁷. **Funkcja redystrybucyjna** oznacza udostępnienie środków w postaci kredytów przedsiębiorstwom dzięki oszczędnościom gospodarstw domowych. Kredyty pełnią również **funkcję dochodową**, co oznacza, że dzięki nim możliwe jest finansowanie działalności przedsiębiorstw, co powinno przekładać się na zwiększenie ich zysków. Kolejną funkcją, jaką pełnią kredyty jest **funkcja kontrolna**, wiążąca się bezpośrednio ze strategią kredytodawcy. Polityka kredytowa uwarunkowana jest priorytetami stawianymi przez zarząd banku oraz długookresowymi planami związanymi z jego działalnością. Powyższe funkcje stanowią jedynie zasadnicze tło dla zrozumienia istoty finansowania się przedsiębiorstw na rynku bankowym. Udzielanie kredytów przez banki stanowi jedno z fundamentalnych źródeł ich przychodów. Merytoryczne znaczenie polityki kredytowej w działalności banku przedstawić można za pomocą zestawienia procentowego udziału kredytów dla przedsiębiorstw w należnościach od sektora niefinansowego²⁸ ogółem (tabela 1.3).

²⁵ *Elementy finansów i bankowości*, S. Flejterski, B. Świecka (red.), CeDeWu, Warszawa 2006, s. 252.

²⁶ Zob. *Bank depozytowo-kredytowy*, B. Kosiński, A.Z. Nowak (red.), Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2004, s. 89.

²⁷ Zob. A. Janc, *Bank i jego miejsce w pośrednictwie finansowym okresu transformacji*, TWIGGER, Warszawa 2004, s. 25.

²⁸ Sektor niefinansowy tworzą: przedsiębiorstwa (przedsiębiorstwa i spółki państwowe, przedsiębiorstwa i spółki prywatne oraz spółdzielnie), gospodarstwa domowe (osoby prywatne, przedsiębiorcy indywidualni i rolnicy indywidualni) oraz instytucje niekomercyjne działające na rzecz gospodarstw domowych.

Tabela 1.3. Udział kredytów dla przedsiębiorstw w kredytach dla sektora niefinansowego w latach 1996-2004

1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
71,2%	67,9%	68,4%	64,4%	61,8%	59,8%	58,0%	55,6%	54,2%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Sytuacja finansowa banków w 2004 r. Synteza*, NBP, Warszawa, maj 2005 r., s. 40.

Z danych przedstawionych w tabeli 1.3 wynika, że kredyty dla przedsiębiorstw stanowiły średnio w okresie 9 lat prawie 2/3 należności od sektora niefinansowego ogółem. Potwierdza to fakt, że finansowanie przedsiębiorstw stanowi istotną rolę w działalności kredytowej banków. Jednakże analizując tempo zmian tej wielkości należy podkreślić, że udział kredytów dla przedsiębiorstw w kredytach ogółem udzielonych sektorowi niefinansowemu z roku na rok systematycznie maleje. O ile w 1996 roku 7 z 10 udzielonych kredytów przypadało na przedsiębiorstwa o tyle w 2004 roku w sektorze niefinansowym tylko co drugi udzielony kredyt przeznaczony był dla przedsiębiorstw. Jest to sytuacja niekorzystna z tego względu, że wynika ona z ograniczenia akcji kredytowej dla przedsiębiorstw. Rośnie natomiast udział zadłużenia gospodarstw domowych. Sytuację taką potwierdza również malejący udział kredytów dla przedsiębiorstw w aktywach sektora bankowego (tabela 1.4).

Tabela 1.4. Udział kredytów dla przedsiębiorstw w aktywach sektora bankowego w latach 1996-2004

1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
29,3%	29,1%	28,6%	29,4%	28,0%	26,0%	27,0%	26,4%	22,3%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Sytuacja finansowa banków w 2004 r. Synteza*, NBP, Warszawa, maj 2005 r., s. 40.

Na koniec 2004 roku kredyty udzielone przedsiębiorstwom stanowiły nieco ponad 1/5 aktywów sektora bankowego. W okresie 9 analizowanych lat udział ten zmalał o 7%. Jednocześnie w żadnym z analizowanych lat nie przekraczał 1/3 wielkości aktywów. Po stronie pasywów bilansu banków największy udział stanowią zobowiązania wobec sektora niefinansowego, co również potwierdza spostrzeżenie, że polityka depozytowo-kredytowa jest domeną działalności bankowej, a tym samym i rola banków w finansowaniu oraz obsłudze podmiotów gospodarczych powinna być znacząca. O ile udział kredytów udzielonych przedsiębiorstwom w okresie 9 lat wynosił średnio 2/3 kredytów dla całego sektora niefinansowego, o tyle depozyty złożone w bankach przez przedsiębiorstwa stanowiły w tym samym okresie średnio 23% (tabela 1.5).

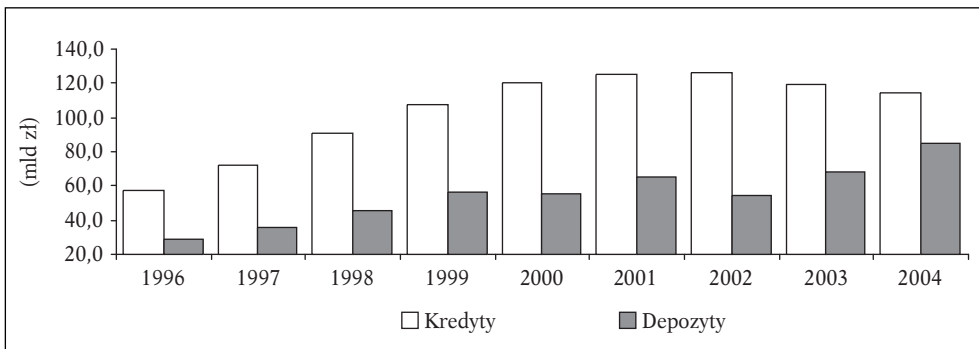
Ponieważ kreacja pieniądza bankowego odbywa się w głównej mierze dzięki złożonym depozytom, w bilansie banku powinna być zachowana nadwyżka depo-

Tabela 1.5. Udział depozytów od przedsiębiorstw w depozytach od sektora niefinansowego ogółem w latach 1996-2004

1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
25,4%	23,1%	23,5%	25,2%	21,4%	22,4%	19,2%	23,4%	27,8%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie *Sytuacja finansowa banków w 2004 r. Synteza*, NBP, Warszawa, maj 2005 r., s. 40.

zytów nad udzielonymi kredytami dla sektora niefinansowego²⁹. Z tego względu niski udział depozytów złożonych w bankach przez przedsiębiorstwa, wynika z faktu ciągłej konwersji gotówki w obrocie gospodarczym. Banki są w stanie udzielać przedsiębiorstwom kredytów, dzięki depozytom złożonym w głównej mierze przez gospodarstwa domowe. W ciągu 3 ostatnich analizowanych lat zwiększał się udział depozytów od przedsiębiorstw w depozytach sektora niefinansowego. Zmiany te przekładały się także na wzrost wartości zebranych depozytów od przedsiębiorstw (rysunek 1.1).

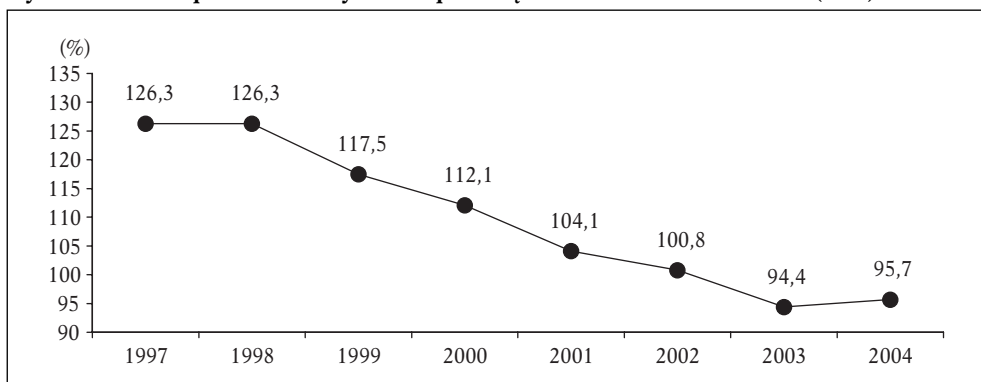
Rysunek 1.1. Zmiany wielkości depozytów i kredytów dla przedsiębiorstw w latach 1996-2004 (w mld zł)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Analizując dane na rysunku 1.1 można zauważyć, że w badanym okresie mieliśmy do czynienia z ponad 2-krotnym wzrostem wielkości udzielonych kredytów dla przedsiębiorstw³⁰. Wzrost presji konkurencyjnej ze strony innych podmiotów oferujących korzystniejsze warunki finansowania powinien zmusić banki do większego zaangażowania w finansowanie polskich przedsiębiorstw. Począwszy od 1998 roku mieliśmy do czynienia z malejącą dynamiką akcji kredytowej dla przedsiębiorstw, przy czym w ciągu dwóch ostatnich analizowanych lat odnotowano 5% spadek (rysunek 1.2).

²⁹ W.L. Jaworski, Z. Krzyżkiewicz, B. Kosiński, *Banki...*, op.cit., s. 12.

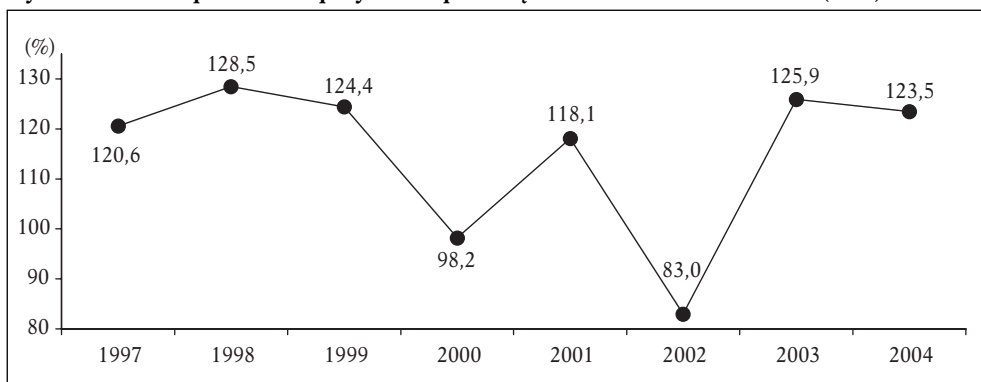
³⁰ W 1996 roku przedsiębiorstwom udzielono 57,3 mld zł kredytów, natomiast w 2004 roku ich wartość kształtowała się na poziomie 114,3 mld zł.

Rysunek 1.2. Tempo zmian kredytów dla przedsiębiorstw w latach 1997-2004 (w %)

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP.

Spadkowa tendencja procentowej zmiany poziomu udzielonych kredytów dla przedsiębiorstw może oznaczać, że możliwości uzyskania tego źródła finansowania przez przedsiębiorstwa w Polsce stają się coraz bardziej ograniczone. Przyczyn takiego stanu rzeczy należy upatrywać nie w braku zainteresowania tą formą finansowania przez przedsiębiorstwa, lecz w wysokim koszcie kredytów oraz większymi wymogami co do stosowanych form ich zabezpieczeń. Spadek dynamiki kredytów udzielonych przedsiębiorstwom przełożył się w dwóch ostatnich analizowanych latach na dynamiczny przyrost wielkości pozyskanych depozytów od tych podmiotów (rysunek 1.3).

Przedsiębiorstwa wyraźnie ograniczyły finansowanie się w bankach w 2004 roku, jednakże ograniczonej akcji kredytowej towarzyszył istotny wzrost depozytów na rachunkach przedsiębiorstw. Zdaniem banków, spadek popytu na kredyty wywołany był w głównej mierze wykorzystaniem alternatywnych źródeł finansowania

Rysunek 1.3. Tempo zmian depozytów od przedsiębiorstw w latach 1997-2004 (w %)

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych NBP.

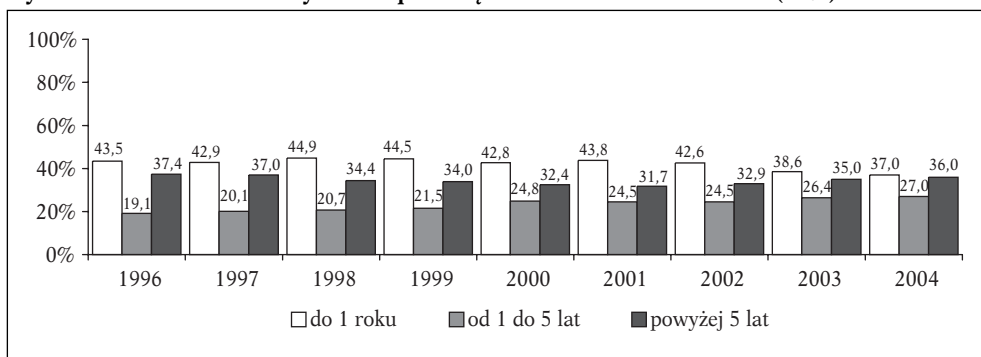
w stosunku do kredytu oraz wykorzystaniem własnych środków³¹. Banki od dłuższego czasu nie zmieniają kryteriów przyznawania kredytów dla przedsiębiorstw. Według danych NBP w pierwszych trzech kwartałach 2005 roku co dwunasty bank zaostrzył kryteria przyznawania długoterminowych kredytów dla sektora małych i średnich przedsiębiorstw, a co szesnasty bank zaostrzył kryteria przyznawania kredytów krótkoterminowych³². Banki zaostrzające kryteria przyznawania kredytów czyniły to poprzez wzrost marży kredytowej na kredyty obciążone większym ryzykiem oraz wzrost wartości wymaganych zabezpieczeń.

Średnie ważone oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw wzrosło z 7,1% w styczniu 2004 roku do 8,3% w grudniu 2004 roku, co również mogło wpłynąć na spadek zainteresowania pozyskiwaniem kredytów w bankach³³. Przeprowadzone w 2003 roku przez NBP badania koniunktury gospodarczej wskazują, że do największych barier wzrostu akcji kredytowej przedsiębiorstw należały: niski popyt na ich produkty i usługi, zatory płatnicze, wahania kursu walutowego oraz niestabilne przepisy podatkowe³⁴.

Biorąc pod uwagę strukturę terminowości kredytów, przedsiębiorstwa najczęściej zaciągały kredyty w rachunku bieżącym (do 1 roku) oraz kredyty zaciągane na okres powyżej 5 lat (rysunek 1.4).

Zdolność finansowania się przedsiębiorstw na rynku bankowym uwarunkowana jest popytem na kredyty o określonym terminie zapadalności, a tym samym na cel ich przeznaczenia. Przedsiębiorstwa mogą korzystać z kredytów

Rysunek 1.4. Struktura kredytów dla przedsiębiorstw w latach 1996-2004 (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

³¹ Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, NBP, Warszawa, październik 2004, s. 3.

³² Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych, NBP, Warszawa, październik 2005, s. 2.

³³ Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2004 roku, NBP RPP, Warszawa 2005, s. 55.

³⁴ Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2003 roku, NBP RPP, Warszawa 2004, s. 42.

krótko-, średnio- i długoterminowych. Zakładając, że kredyty krótkoterminowe zaciągane są na okres do 1 roku, przedsiębiorstwa przeznaczają je na bieżącą działalność. Na bieżącą działalność zaciągane są również kredyty średnioterminowe, z terminem zapadalności od 1 do 5 lat³⁵. Te dwa rodzaje kredytów mają charakter kredytów obrotowych. Kredytów obrotowych używa się jako pomostu zapewniającego wpływ gotówki zamrożonej w należnościach. Zapotrzebowanie na kapitał obrotowy wynika bezpośrednio z działalności związanej z zakupami, produkcją i sprzedażą w przedsiębiorstwie. W związku z tym, przedsiębiorstwa mogą mieć większe problemy z ich spłatą, a to może wpłynąć w dalszej kolejności na sytuację gospodarczą w kraju. Kredyty w rachunku bieżącym stanowiły w 1996 roku 43,5% ogółu udzielonych kredytów. Od 2002 roku ich udział zaczął maleć i na koniec grudnia 2004 roku osiągnął 37,0%. Sytuacja taka miała miejsce ze względu na wzrost udziału kredytów inwestycyjnych w analizowanym okresie. Jednak największy udział kredytów długoterminowych notowany był w 1996 roku, kiedy to wynosił 37,4%. Z rysunku 1.4 odczytać możemy jednak systematyczny wzrost kredytów o terminie zapadalności od 1 roku do 5 lat, z 19,1% w 1996 roku do 27% w 2004 roku.

Rosnące zainteresowanie kredytami krótkoterminowymi wynika w głównej mierze z chęci utrzymania bieżącej płynności małych i średnich przedsiębiorstw. Ta grupa podmiotów gospodarczych uznawana jest przez banki komercyjne za podmioty obciążone większym ryzykiem niż duże przedsiębiorstwa. Im większe ryzyko danej grupy, tym wyższa cena oferowanych produktów i usług. Najczęściej zastrzonym warunkiem przy udzielaniu kredytów w ostatnich latach było natomiast zwiększanie marży kredytowej dla kredytów obciążonych większym ryzykiem oraz wzrost pozaodsetkowych kosztów kredytu³⁶.

1.3. Wyznaczniki kosztu kredytu dla przedsiębiorstw

Rzeczywiste oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw jest wypadkową wielu składowych. Wśród nich wymienia się głównie poziom ryzyka, udział należności zagrożonych, poziom rezerw obowiązkowych³⁷, które banki muszą odprowadzać do banku centralnego, poziom stóp procentowych stosowanych przez NBP

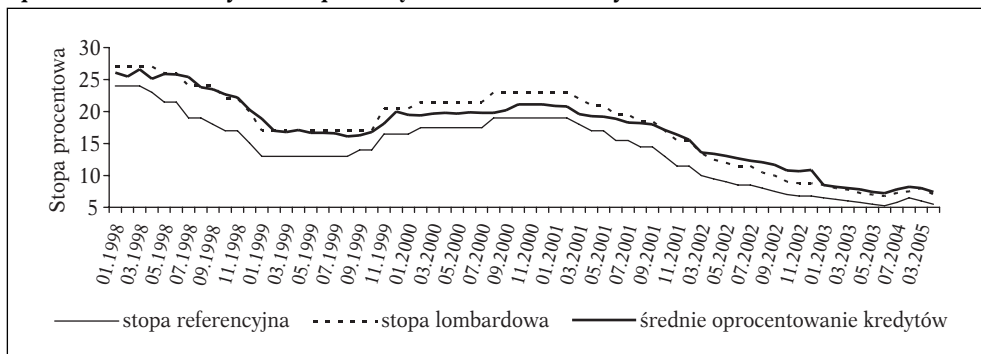
³⁵ W niektórych klasyfikacjach za średnioterminowe uznaje się kredyty udzielone na okres od 1 do 3 lat, a kredyty długoterminowe udzielane są na okres powyżej 3 lat.

³⁶ *Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych*, NBP, Warszawa, październik 2004, s. 2.

³⁷ Od 31 października 2003 roku stopa rezerwy obowiązkowej wynosi w Polsce 3,5% dla wszystkich rodzajów depozytów. Od 30 września 2003 roku wszystkie banki pomniejszają naliczoną rezerwę obowiązkową o równowartość 500 tys. euro. Środki rezerwy obowiązkowej od 1 maja 2004 roku są oprocentowane.

oraz reakcja banków komercyjnych na zmiany tych stóp. Poziom rezerw obowiązkowych jest w Polsce kilkakrotnie wyższy niż w Unii Europejskiej, co niekorzystnie wpływa na koszt pozyskiwanego kapitału. Pomimo obniżek podstawowych stóp procentowych przez bank centralny ich poziom w dalszym ciągu jest wyższy niż w Europie Zachodniej. Banki płacą odsetki od całego kapitału, natomiast do akcji kredytowej wykorzystują część pozostałą po odliczeniu rezerwy³⁸. Z tego względu różnica pomiędzy oprocentowaniem depozytów i kredytów jest w naszym kraju tak duża. Na rysunku 1.5 przedstawiono wysokość średnio ważonego oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw w okresie styczeń 1998-kwiecień 2005. Poza wielkością oprocentowania kredytów rysunek zawiera dane dotyczące wysokości **stopy lombardowej** określającej najwyższy poziom oprocentowania kredytów udzielanych przez bank centralny bankom komercyjnym pod zastaw papierów wartościowych (tzw. kredyty lombardowe) oraz wysokość **stopy referencyjnej** określającej minimalną cenę, po której bank centralny organizuje operacje otwartego rynku na rynku międzybankowym³⁹. Stopa referencyjna jest to podstawowa stopa procentowa w Polsce. Można więc zauważyć, że bankom opłaca się uczestniczyć w operacjach otwartego rynku, ponieważ minimalizuje się wówczas ryzyko finansowe, a zyski uzyskane ze sprzedaży papierów wartościowych banku centralnego są równie wysokie jak finansowanie działalności przedsiębiorstw.

Rysunek 1.5. Tendencje zmian podstawowych stóp procentowych oraz średnio ważonego oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw w okresie styczeń 1998-kwiecień 2005



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

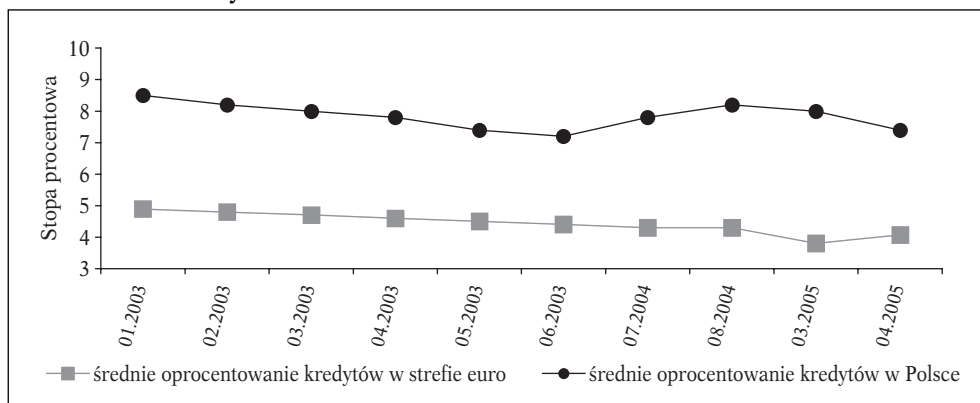
Średnie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw charakteryzowało się tendencją spadkową od lutego 2001 roku, kiedy to Rada Polityki Pieniężnej złagodziła swoje restrykcyjne nastawienie do polityki pieniężnej, dokonując tyl-

³⁸ Zob. A. Danulewicz, *Czy opłaty za usługi bankowe są w Polsce za wysokie?* Bank 2000, Nr 7(94), s. 11.

³⁹ Operacje otwartego rynku polegają na zakupie bądź sprzedaży przez bank centralny krótkoterminowych papierów wartościowych w celu przywrócenia równowagi na rynku.

ko w 2001 roku 6 obniżek podstawowych stóp procentowych NBP łącznie o 750 pkt. bazowych⁴⁰. Pomimo wielokrotnych obniżek podstawowych stóp procentowych NBP w kolejnych latach, oprocentowanie kredytów dla polskich przedsiębiorstw jest niemalże 2-krotnie wyższe niż w strefie euro, co stanowi dodatkową barierę w rozwoju i utrzymaniu poziomu konkurencyjności rodzimych podmiotów na rynku europejskim (rysunek 1.6).

Rysunek 1.6. Średnie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw w strefie euro oraz w Polsce w okresie styczeń 2003-kwiecień 2005



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP oraz EBC.

Tak znaczna różnica między oprocentowaniem kredytów udzielanych w Polsce i w krajach macierzystych banków kontrolujących na koniec 2004 roku 41 banków komercyjnych w naszym kraju potwierdza tezę, że kapitał zagraniczny nie służy rozwojowi polskiej gospodarki⁴¹. Analizę średniego oprocentowania kredytów gospodarczych w 20 bankach wg stanu na 2 grudnia 2005 roku w porównaniu do oprocentowania kredytu obrotowego i inwestycyjnego w wybranych bankach przedstawiają dane w tabeli 1.6.

Wysoki koszt kredytów dla przedsiębiorstw determinowany jest również rosnącym poziomem należności zagrożonych⁴². Oznacza to, że banki posiadające bardziej ryzykowne portfele kredytów dla przedsiębiorstw stosują wyższy poziom opłat i prowizji. Z drugiej strony, pogarszający się stan portfeli kredytowych przedsiębiorstw poza próbą rekompensowania strat przez banki z części działalności kredytowej, daje podstawę do ograniczania finansowania tych podmiotów na rynku. Przedsiębiorstwa mają więc trudności z uzyskaniem kredytu z dwóch powodów: albo koszt kredytu jest za wysoki, albo banki odrzucają wnioski kredytowe, pomimo spełniania

⁴⁰ Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2001 roku, NBP RPP, Warszawa 2002, s. 3.

⁴¹ Zob. A. Szelażowska, *Kapitał zagraniczny w polskich bankach*, Poltext, Warszawa 2004, s. 136.

⁴² Na koniec 2004 roku co szósty udzielony kredyt zaliczany był do tzw. złych kredytów.

Tabela 1.6. Oprocentowanie kredytów gospodarczych w wybranych bankach w Polsce wg stanu na 02.12.2005

Nazwa banku	Nazwa produktu	Oprocentowanie
PKO BP SA	Kredyt obrotowy	Od 5,3% do 12,10%
	Kredyt inwestycyjny	Od 5,3% do 12,10%
Pekao SA	Kredyt obrotowy	Od 16,13% do 19,75%
	Kredyt inwestycyjny	18,75%
Nordea Bank SA	Kredyt obrotowy	7,13%
	Kredyt inwestycyjny	7,13%
MultiBank SA	Kredyt obrotowy	13,50%
	Kredyt inwestycyjny	10,25%
Invest-Bank SA	Kredyt obrotowy	7,13%
	Kredyt inwestycyjny	8,13%
DB PBC SA	Kredyt obrotowy	15,80%
	Kredyt inwestycyjny	Od 15,80% do 16,30%
BZ WBK SA	Kredyt obrotowy	10,35%
	Kredyt inwestycyjny	10,35%
BGŻ SA	Kredyt obrotowy	8,10%
	Kredyt inwestycyjny	8,10%
Średnie oprocentowanie kredytów gospodarczych w 20 bankach		8,94%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z portalu www.twoja-firma.pl (http://www3.twoja-firma.pl/narzedzia/zestawienie-kredytow/index.html?id_zakl=INW) – stan na 02.12.2005.

przez przedsiębiorstwa wielu kryteriów oceny zdolności kredytowej. Tendencje zachodzące w ostatnich czasach na rynku usług bankowych nasuwają również spostrzeżenie, że w warunkach wolnego tempa wzrostu gospodarczego i rosnącej stopy bezrobocia banki nie koncentrują się na pozyskiwaniu nowych klientów, lecz dążą do utrzymania poziomu rentowności z tytułu operacji wykonywanych na rzecz dotychczasowych klientów banku⁴³. Problem należności zagrożonych w sektorze bankowym wiąże się z pogarszającą koniunkturą gospodarczą oraz z brakiem współpracy pomiędzy bankami a przedsiębiorstwami korzystającymi z tego rodzaju finansowania. Utrudnienia w regulowaniu należności mają jednak głębszy wymiar, o czym świadczyć może rosnący udział należności zagrożonych od przedsiębiorstw oraz od sektora niefinansowego. Trendy w kształtowaniu się udziału należności zagrożonych od analizowanej grupy podmiotów przedstawiono w tabeli 1.7.

Tabela 1.7. Udział należności zagrożonych w kredytach udzielonych sektorowi niefinansowemu ogółem, przedsiębiorstwom i gospodarstwom domowym (w %) w latach 1996-2004

Wyszczególnienie	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Sektor niefinansowy	12,7	10,2	10,5	13,3	15,0	17,9	21,1	21,2	15,5
Przedsiębiorstwa	16,6	13,8	14,2	15,5	17,6	29,0	29,1	27,5	19,7
Gospodarstwa domowe	8,4	5,5	5,9	6,6	8,7	15,5	16,4	14,3	10,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

⁴³ Zob. M. Zygierewicz, *Czy fala podwyżek opłat i prowizji bankowych, która miała miejsce w ostatnich kilku miesiącach, może mieć związek z pogarszającą się jakością portfela kredytowego banków?* Bank 2002, Nr 2 (113), s. 9.

W pierwszej połowie lat 90. XX wieku prawie co trzeci kredyt udzielony dla sektora niefinansowego był trudny do odzyskania. Sytuacja ta unormowała się jednak w 1997 roku, kiedy to udział należności zagrożonych w kredytach ogółem był najniższy. Wówczas banki miały problemy z odzyskaniem co siódmego kredytu udzielonemu przedsiębiorstwu. W kolejnych 5 latach wskaźnik ten niebezpiecznie się podnosił, osiągając w latach 2001-2003 poziom porównywalny z danymi z końca pierwszej połowy lat 90. W latach 2001-2002 prawie co trzeci udzielony przedsiębiorstwu kredyt nie był spłacany w terminie. Jednak na koniec 2004 roku jakość portfela należności kredytowych od przedsiębiorstw poprawiła się osiągając poziom niespełna 20%. Ponieważ finansowanie przedsiębiorstw obarczone jest większym ryzykiem, zmiany zachodzące na rynku wywołują większą wrażliwość i mogą przyczyniać się do czasowej utraty możliwości terminowego regulowania zobowiązań wobec banków.

Różnica pomiędzy udziałem należności zagrożonych od przedsiębiorstw jest prawie 2-krotnie wyższa niż w przypadku należności zagrożonych od gospodarstw domowych⁴⁴. Wyższe wskaźniki dla przedsiębiorstw potwierdzają więc fakt, że przedsiębiorstwa są bardziej narażone na ryzyko utraty płynności finansowej niż pozostała grupa podmiotów sektora niefinansowego. Wrażliwość przedsiębiorstw na czynniki zewnętrzne uwidoczniła się wyższym poziomem należności zagrożonych w przypadku przedsiębiorstw, niż wykazują to dane dla całego sektora niefinansowego. Na uwagę zasługuje fakt, że rosnący poziom należności zagrożonych banki wykorzystują jako jedną z przyczyn utrzymywania oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw na wysokim poziomie. Żeby jednak nie wpaść w pułapkę błędnego koła, wyjaśnienia takiej sytuacji należy poszukiwać nie w przedsiębiorstwach, lecz w bankach, które udzielając kredytów dla przedsiębiorstw po zawyżonych kosztach, nie weryfikują z dużą dokładnością danych z poszczególnych branż, co wpływa w niedługim czasie na wystąpienie poważnych problemów dla obu stron.

Wysokie różnice pomiędzy średnim oprocentowaniem kredytów i depozytów dla przedsiębiorstw są, poza wysokimi opłatami i prowizjami, kolejną barierą dla przedsiębiorstw starających się o kredyt. Wysoka marża przy niskim poziomie inflacji wpływa na wzrost realnych kosztów obsługi kredytów, co prowadzić może do trudności w ich spłacie przez podmioty gospodarcze. Duże przedsiębiorstwa mają możliwość negocjowania wysokości opłat i prowizji w bankach, a tym samym mogą wpływać na poziom marży pomiędzy zdeponowanymi środkami na rachunkach bieżących (pomocniczych i podstawowych) a udzielanymi kredytami bądź to obrotowymi, bądź inwestycyjnymi. Takiej możliwości nie mają jednak małe i średnie przedsiębiorstwa, których wysokość środków zdeponowanych na rachunkach bie-

⁴⁴ Na koniec 2004 roku jakość należności banków komercyjnych od przedsiębiorstw wynosiła 19,7%, podczas gdy dla gospodarstw domowych wskaźnik ten utrzymywał się na poziomie 10,3%.

jących jest niższa niż w przypadku dużych przedsiębiorstw. Tym samym wysokość kredytów, o które się one ubiegają, też z reguły jest niższa, a więc banki niechętnie negocjują z tymi podmiotami w sprawie wysokości marży. Zasadnicza różnica w finansowaniu przedsiębiorstw w naszym kraju wiąże się także z horyzontem czasowym. Banki chętniej udzielają długookresowych kredytów klientom indywidualnym (głównie kredyty hipoteczne) oraz dużym przedsiębiorstwom (które *de facto* stać na finansowanie takich inwestycji). Małe przedsiębiorstwa najczęściej finansują się w bankach kredytami krótkoterminowymi. Oznacza to, że banki oceniają ryzyko małych i średnich przedsiębiorstw jako wysokie i nie są skłonne finansować ich długoterminowych inwestycji⁴⁵.

Jednym z najważniejszych problemów, wpływających na cenę kredytu zaciąganego przez przedsiębiorstwa jest brak reakcji banków na obniżkę podstawowych stóp procentowych przez bank centralny. NBP dokonując obniżki podstawowych stóp procentowych wysyła sygnał do banków komercyjnych, że powinny one obniżyć swoje stopy procentowe (głównie od kredytu), ponieważ dzięki temu można wpłynąć na ożywienie gospodarcze. Bank centralny jest odpowiedzialny nie tylko za właściwe określenie stóp procentowych, ale przede wszystkim za to, czy transmisja jego impulsów jest efektywna, tj. czy banki stosują się do kierunku ustalonego przez bank centralny. Pozostawienie oprocentowania kredytów na względnie stałym poziomie przy znacznej obniżce oprocentowania depozytów oznacza bardzo słabą efektywność kanałów transmisyjnych w systemie bankowym⁴⁶.

1.4. Wpływ finansowania nakładów inwestycyjnych przez banki na rozwój polskiej przedsiębiorczości

Przedsiębiorstwa mając dostęp do taniego pieniądza mogą dokonywać inwestycji długoterminowych, a tym samym mogą również wdrażać nowe metody i techniki wytwarzania produktów i usług, nawet, jeśli w trakcie dokonywania inwestycji nastąpią wahania rynkowe. Podejmowanie decyzji inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa jest więc składową wielu czynników, spośród których wysokość oprocentowania kredytów i wymagane zabezpieczenia stanowią jedno z istotnych elementów rozwoju gospodarczego kraju.

Środki pozyskane na rozwój działalności przedsiębiorstwa przeznaczają przede wszystkim na finansowanie nakładów inwestycyjnych, do których zalicza

⁴⁵ Zob. M. Iwanicz-Drozdowska, A.K. Nowak, *Ocena efektywności kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw. Rekomendacje metodyczne*, [w:] *Bankowość detaliczna*, G. Rytelwska (red.), PWE, Warszawa 2005, s. 227.

⁴⁶ W.L. Jaworski, *Urynkowanie obligacji powinno skłonić banki komercyjne do obniżenia oprocentowania kredytów*, Bank 2002, Nr 3(114), s. 8.

się nakłady finansowe lub rzeczowe, których celem jest stworzenie nowych środków trwałych lub ulepszenie (przebudowa, rozbudowa, rekonstrukcja, adaptacja lub modernizacja) istniejących obiektów majątku trwałego przedsiębiorstwa, a także nakłady poniesione na tzw. pierwsze wyposażenie inwestycji⁴⁷. Polityka wysokich stóp procentowych hamuje w Polsce wielkość nakładów inwestycyjnych w gospodarce (tabela 1.8).

Tabela 1.8. Tempo zmian nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw w latach 1996-2004 (w %)

Wyszczególnienie	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ogółem	119,7	124,1	118,7	108,8	102,1	87,2	77,5	101,6	105,3
Przedsiębiorstwa małe	112,8	131,1	115,3	124,4	108,1	89,7	70,2	104,7	106,4
Przedsiębiorstwa średnie	143,7	147,2	139,1	106,8	108,5	76,8	70,1	107,5	109,1
Przedsiębiorstwa duże	117,4	116,0	114,6	104,0	95,7	90,7	84,1	98,6	102,5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Z wyraźnym osłabieniem dynamiki nakładów inwestycyjnych ogółem mieliśmy do czynienia w latach 1999-2002. Osłabienie tempa zmian nakładów inwestycyjnych ogółem w 2001 roku miało swoją przyczynę w zmniejszeniu nakładów inwestycyjnych w stosunku do roku poprzedniego o ponad 10 mld zł⁴⁸, co powinno stanowić dla banków bodziec do zmiany restrykcyjnej polityki kredytowej. Rok 2003 oraz pierwszy rok członkostwa Polski w Unii Europejskiej sprzyjał zwiększeniu nakładów inwestycyjnych. W największym stopniu nakłady inwestycyjne wzrosły w sektorze średnich przedsiębiorstw, a w najmniejszym stopniu nakłady inwestycyjne wzrosły w dużych przedsiębiorstwach.

Perspektywy rozwoju przedsiębiorstw uwarunkowane są również ich zdolnościami akumulacyjnymi. Zmniejszająca się akumulacja w przedsiębiorstwach wywołana jest przede wszystkim ograniczeniem nakładów inwestycyjnych na środki trwałe (tabela 1.9).

Tabela 1.9. Tempo zmian akumulacji w sektorze przedsiębiorstw w latach 1996-2004 (w %)

1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
119,5	120,8	113,8	106,1	103,9	87,4	93,2	103,2	112,1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Spadek nakładów inwestycyjnych do 2002 roku wynikał z pogarszających się ocen możliwości zbytu, przy relatywnie wysokim i wzrastającym poziomie niewykorzystanych zdolności produkcyjnych uzyskanych z nakładów poniesionych w latach poprzednich. Przy niekorzystnych warunkach kredytowania inwestycji, przedsiębiorstwa nie są w stanie dokonywać akumulacji środków pieniężnych, gdyż

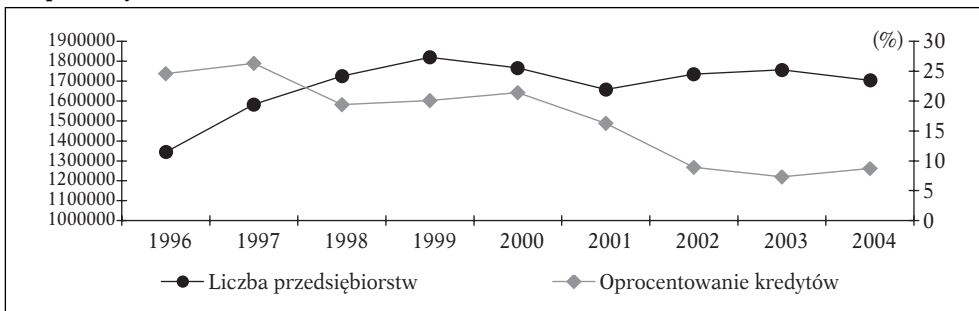
⁴⁷ *Mały Rocznik Statystyczny*, GUS, Warszawa 2002, s. 426.

⁴⁸ Nakłady inwestycyjne ogółem w cenach bieżących w 2001 roku wynosiły 123,1 mld zł.

większość oszczędności lub wypracowanych zysków muszą przeznaczać na bieżące wydatki, co opóźnia w czasie możliwości ich intensywnego rozwoju wynikającego z inwestycji długoterminowych.

Rosnąca liczba zarejestrowanych przedsiębiorstw (ponad 3,5 mln na koniec 2004 roku) wynika z braku konieczności wyrejestrowania się w przypadku zawieszenia działalności gospodarczej. Ma to oczywiście wpływ na stan aktywnych przedsiębiorstw w gospodarce (prawie 1,8 mln), ponieważ przy niesprzyjających warunkach gospodarczych wiele podmiotów stara się „przeczekać” trudny dla nich okres z nadzieją na poprawę sytuacji gospodarczej w kraju. Najwięcej aktywnie działających przedsiębiorstw odnotowano w 1999 roku⁴⁹, co wynikało z poprawy sytuacji gospodarczej kraju oraz sukcesywnego spadku oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw po 1998 roku (rysunek 1.7).

Rysunek 1.7. Liczba przedsiębiorstw ogółem i średnie oprocentowanie kredytów dla przedsiębiorstw w latach 1996-2004



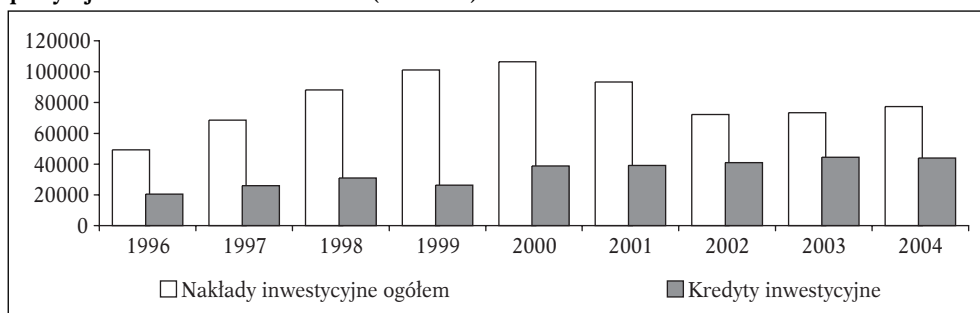
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP.

Nieznaczny wzrost oprocentowania kredytów w 2000 roku przełożył się na zmniejszenie liczby aktywnie funkcjonujących przedsiębiorstw. Dopiero dalsze systematyczne obniżki oprocentowania kredytów od 2001 roku umocniły przedsiębiorstwa w przekonaniu, że będą w stanie pozyskać dodatkowe środki na działalność z banków. Analogicznie w 2004 roku nieznaczny wzrost oprocentowania kredytów przełożył się na zmniejszenie liczby aktywnych przedsiębiorstw. Istniejące fluktuacje w liczbie aktywnie prowadzących działalność na polskim rynku przedsiębiorstw potwierdzają tezę o istnieniu barier w rozwoju przedsiębiorczości. Jeśli przedsiębiorstwa będą napotykać na utrudnienia w prowadzeniu działalności gospodarczej trudno będzie oczekiwać wzrostu nakładów inwestycyjnych, co w dalszej kolejności przyczyni się do spadku produkcji. Rola kredytów długoterminowych w finansowaniu nakładów inwestycyjnych nabiera coraz większego znacze-

⁴⁹ Ponad 1,8 mln przedsiębiorstw ogółem, przy zarejestrowanych 3 mln, z czego największy przyrost odnotowały małe i średnie przedsiębiorstwa (prawie 100 tys. podmiotów rozpoczęło działalność).

nia. O ile przedsiębiorstwa duże mogą korzystać z pozabankowych źródeł finansowania, jakie oferuje im np. rynek kapitałowy, o tyle małe i średnie przedsiębiorstwa w wielu przypadkach zdane są poza samofinansowaniem na korzystanie z kredytów inwestycyjnych. Z tego względu kredyty te stanowią coraz większy udział w finansowaniu nakładów inwestycyjnych w Polsce (rysunek 1.8).

Rysunek 1.8. Nakłady inwestycyjne ogółem i kredyty dla przedsiębiorstw udzielone na okres powyżej 5 lat w okresie 1996-2004 (w mln zł)

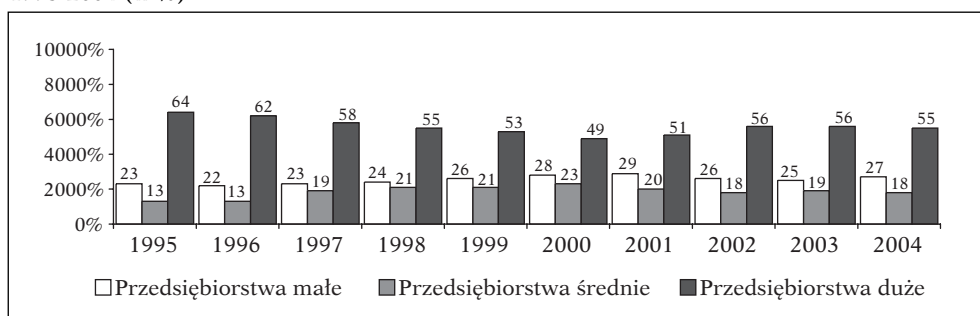


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS i NBP.

Przedsiębiorstwa mogą się intensywnie rozwijać w dłuższej perspektywie wówczas, gdy są w stanie zwiększać nakłady inwestycyjne. Jednak pogarszająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw ogranicza od kilku lat wielkość ponoszonych nakładów inwestycyjnych. Analiza zmian wielkości nakładów inwestycyjnych ogółem wskazuje na coraz większą rolę sektora małych i średnich przedsiębiorstw w dokonywaniu nakładów inwestycyjnych (rysunek 1.9).

Na koniec 2004 roku ponad połowa nakładów inwestycyjnych poniesiona została przez duże przedsiębiorstwa, nakłady poniesione na inwestycje przez małe przedsiębiorstwa stanowiły ponad 1/4 ogółu nakładów, a pozostała część to nakłady

Rysunek 1.9. Struktura nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw w Polsce w latach 1995-2004 (w %)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych PARP.

dy poniesione przez średnie przedsiębiorstwa. Struktura nakładów inwestycyjnych w poszczególnych grupach przedsiębiorstw utrzymuje się na względnie stałym poziomie od 2002 roku. Z największą zmianą w strukturze poniesionych nakładów inwestycyjnych po stronie małych przedsiębiorstw mieliśmy do czynienia w latach 1998-2001, kiedy to odnotowano znaczny wzrost liczby aktywnych przedsiębiorstw z tego sektora. Jednym z czynników sprzyjających wzrostowi nakładów zrealizowanych przez te podmioty była rozpoczęta przez większość banków komercyjnych obniżka oprocentowania kredytów na działalność gospodarczą.

Niski poziom nakładów inwestycyjnych utrzymujący się od 3 lat na niezmiennym poziomie nie będzie przyczyniał się do zaplanowanego przez Rząd 5% wzrostu gospodarczego w kolejnych latach⁵⁰. Brak łatwego dostępu do środków na inwestycje jest główną barierą rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw. Z badań przeprowadzonych w 2001 roku przez Grant Thornton International⁵¹ wynika, że przekroczenie salda jest najpopularniejszym źródłem finansowania małych i średnich przedsiębiorstw europejskich. Podmioty te korzystały również bardzo często z krótkoterminowych kredytów. Wybór takiego źródła finansowania wynika głównie wysokiego kosztu finansowania. Wysoki koszt kapitału jest barierą dla ponad 57% ankietowanych polskich przedsiębiorstw⁵², podczas gdy w Belgii, Francji, Danii, Irlandii czy Szwecji koszt kapitału jest barierą rozwojową tylko dla 11-16% badanych przedsiębiorstw.

Wśród powodów odrzucenia wniosków kredytowych małych i średnich przedsiębiorstw lub rezygnacji z ubiegania się o kredyt wymienia się przede wszystkim duże trudności w ocenie wiarygodności kredytobiorcy w początkowej fazie funkcjonowania przedsiębiorstwa, brak dostatecznych podstaw do oceny podejmowanego przedsięwzięcia, znaczne utrudnienia w rozpoznaniu warunków spłaty kredytu, duże niebezpieczeństwo bankructwa kredytobiorcy, niską rentowność zawieranej transakcji kredytowej, wysokość zabezpieczenia, wysokość oprocentowania, zbyt słaby kurs złotego oraz brak wiedzy merytorycznej pracowników banku⁵³. Z badań przeprowadzonych przez Polską Konfederację Pracodawców Prywatnych wynika, że średnio niemal 11% małych i średnich przedsiębiorstw nie korzysta z kredytów z powodu braku odpowiednich zabezpieczeń⁵⁴. Oznacza to, że ze względu na zastrzeżone kryteria przyznawania kredytów bankowych 1/9 ogółu małych i średnich przedsiębiorstw w ogóle nie składa wniosków kredytowych w bankach.

⁵⁰ *Wstępny projekt Narodowej Strategii Rozwoju Regionalnego na lata 2007-2013*, Ministerstwo Gospodarki i Pracy, Warszawa, 14 czerwca 2005, s. 37.

⁵¹ Por. *The European Business Survey*, Grant Thornton International, London, 2004.

⁵² Zob. *Europejski Sondaż Małych i Średnich Przedsiębiorstw*, Grant Thornton, Londyn 2002, s. 38.

⁵³ B. Gruszka, *Rola kredytu w finansowaniu nowo powstałych podmiotów gospodarujących i wprowadzających nowe technologie*, [w:] *Bankowość detaliczna*, G. Rytelewska (red.), Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2005, s. 272.

⁵⁴ M. Starczewska-Krzysztożek, *Banki wolą państwo*, Gazeta Finansowa z 22 maja 2004 r.

Wyniki badań przeprowadzonych w Polsce przez Grant Thornton International⁵⁵ wskazują, że wśród najistotniejszych przeszkód w ekspansji małych i średnich przedsiębiorstw wymienia się niekorzystne prawodawstwo i nadmierną biurokrację. Aż 76% polskich respondentów wskazuje ten czynnik jako główną barierę ekspansji. Czynniki o charakterze finansowym, takie jak: koszt finansowania, niski poziom kapitału operacyjnego oraz niedobór kapitału długoterminowego są ze sobą ściśle skorelowane i stanowią równie ważną przeszkodę w rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw, jak niekorzystne przepisy prawne oraz nadmierna biurokracja.

Słaba sytuacja gospodarcza jest również w wielu przypadkach przyczyną niepokoju związanego z brakiem popytu krajowego. To z kolei opóźnia inwestycje w nowe urządzenia techniczne i maszyny, a co za tym idzie również determinuje wielkość produkcji jaka mogłaby zostać wytworzona przy ich udziale. Niższa produkcja ogranicza poziom zatrudnienia w przedsiębiorstwach, co w ujęciu makroekonomicznym implikuje wzrost bezrobocia. Istnienie wielu barier w rozwoju działalności sprawia, że wiele przedsiębiorstw nie postrzega optymistycznie swoich perspektyw gospodarczych. Jeśli dodamy do tego rosnący poziom inflacji, okaże się, że wiele przedsiębiorstw może zostać zmuszonych do podniesienia cen swoich produktów i usług, a to może wpłynąć na zmniejszenie popytu konsumpcyjnego. Spadek popytu będzie pociągał za sobą spadek wielkości sprzedaży, a to z kolei wpłynie na spadek wielkości produkcji. W ten sposób zaciska się pętla wokół polskiej przedsiębiorczości, co ogranicza stabilny rozwój gospodarczy.

Podsumowanie

Likwidacja wielu barier niesprzyjających rozwojowi polskich przedsiębiorstw może wpłynąć na uproszczenie procedur podejmowania i prowadzenia działalności gospodarczej w Polsce. Rola banków ma tu szczególne znaczenie, ponieważ zwiększanie skali kredytowania bankowego przedsięwzięć gospodarczych może pobudzić przedsiębiorczość i wpłynąć na wzrost jej innowacyjności. Równie ważnym elementem strategii wsparcia polskiej przedsiębiorczości jest utworzenie większej liczby funduszy poręczeń kredytowych, które dają większe szanse na uzyskanie kredytu w banku komercyjnym. Zwiększenie akcji kredytowej dla najbardziej potrzebujących podmiotów gospodarczych oraz zmniejszenie obciążeń finansowych dla przedsiębiorstw wpłynęłoby niewątpliwie na rozwój tych podmiotów, co w niedługim czasie ograniczyłoby większość istniejących do tej pory barier.

Reasumując należy podkreślić, że zaangażowanie polskich przedsiębiorców w rozwój gospodarki wynika z uwarunkowań społeczno-gospodarczych. Przy stabil-

⁵⁵ *Por. International Business Owners Survey, Grant Thornton International, London 2004, s. 18.*

nej polityce państwa oraz innych instytucji wspomagających rozwój tego sektora gospodarki (w tym przede wszystkim banków), przedsiębiorstwa przyczyniają się w dłuższym okresie do intensywnego wzrostu gospodarczego. Dlatego należy dążyć do ustabilizowania warunków prawnych oraz określenia długoterminowej strategii rozwoju polskiej gospodarki, aby polscy przedsiębiorcy wykazywali się większym optymizmem co do szans rozwoju na konkurencyjnym rynku Unii Europejskiej.

Rozdział 2

Kredyt kupiecki w działalności inwestycyjnej polskich przedsiębiorstw

Iwona Gębska-Nędzi

Wprowadzenie

Problematyka pozyskiwania kapitału na finansowanie działalności przedsiębiorstwa stanowi jeden z kluczowych obszarów funkcjonowania podmiotów gospodarczych na całym świecie. W rozwiniętych gospodarkach firmy wydają się radzić sobie z tym problemem. Inaczej rzecz ma się w gospodarkach rozwijających się czy transformujących, gdzie pozyskiwanie środków na bieżącą działalność przedsiębiorstwa stanowi już kłopot. Kwestia środków na inwestycje jest dodatkową bolączką. To sprawia, że tracą się utarte zasady przyporządkowywania środków pozyskanych z poszczególnych źródeł do odpowiednich obszarów działalności przedsiębiorstwa. Skutkiem takiego stanu rzeczy jest na przykład lokowanie pieniędzy pozyskanych ze źródeł kapitałów krótkoterminowych w działalności inwestycyjnej, której efekty przyniosą wymierną korzyść dużo później, niż w okresie wymagalności spłaty tych zobowiązań. Taki stan rzeczy, sprzeczny z założeniami poprawnego zarządzania finansami przedsiębiorstw, prowadzi nieuchronnie do utraty bieżącej płynności finansowej, a w ostateczności również do bankructwa.

O prawidłowościach dotyczących zarządzania różnymi formami kapitału wydają się zapominać polscy przedsiębiorcy. Nagminnie wykorzystują oni środki pozyskane ze źródeł kapitałów krótkoterminowych, w tym również z kredytu kupieckiego, do finansowania działalności inwestycyjnej. Mimo, iż jest to działanie narażające podmiot na utratę płynności i bankructwo, polskie przedsiębiorstwa czynią to obecnie bardzo często, nie bacząc na skutki takich posunięć.

Celem tego rozdziału jest prezentacja istoty i specyfiki kredytu kupieckiego, jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa wraz ze wskazaniem możliwości jego zastosowania oraz zasad temu przyświecających. Zaprezentowane założenia teoretyczne skonfrontowane zostaną z praktyką gospodarczą polskich przedsiębiorstw, które to w przeprowadzonych badaniach wskazały na odmienne, niż zakłada teoria, zastosowania pozyskanych w ten sposób środków.

2.1. Kapitał przedsiębiorstwa – zarys problemu

Finansowanie działalności przedsiębiorstwa może odbywać się przy wykorzystaniu różnych grup kapitałów. Literatura przedmiotu wskazuje szereg kryteriów klasyfikacji i podziału tego kapitału⁵⁶. Najczęściej przywoływanymi są⁵⁷:

1. Prawo własności kapitału, które dzieli je na:
 - a) kapitał własny,
 - b) kapitał obcy;
2. Źródła pochodzenia kapitału, dzielące je na:
 - a) wewnętrzne,
 - b) zewnętrzne;
3. Czas dyspozycji określonym kapitałem, obejmujący kapitały:
 - a) krótkoterminowe,
 - b) długoterminowe;
4. Powód finansowania:
 - a) pierwotne,
 - b) bieżącej działalności,
 - c) rozwoju, czyli procesów inwestycyjnych.

Najwięcej uwagi poświęca się jednak kryterium prawa własności kapitału, które dzieli ogół środków finansowych wykorzystywanych w przedsiębiorstwach na kapitały własne oraz kapitały obce. Terminem „kapitał własny” określany jest kapitał pochodzący od dawcy mającego prawo własności przedsiębiorstwa. Uczestniczy on w podziale wypracowanego zysku lub w pokryciu straty odpowiednio do wartości wniesionych wkładów. Kapitał własny stanowi bazę gwarancyjną przedsiębiorstwa dla potencjalnych wierzycieli. Właściciele natomiast zainteresowani są wzrostem jego wykorzystania i mają wpływ na dysponowanie nim⁵⁸. Przykładem kapitału własnego jest zysk wypracowany w przedsiębiorstwie (nadwyżka finansowa), dopłaty wspólników, środki z emisji na rynku pozagiełdowym. Literatura przedmiotu wskazuje również na istnienie innych możliwych do wykorzystania źródeł zasilania kapitału własnego firmy. Oprócz wskazanego już zysku netto, podmiot gospodarczy może również wykorzystać środki wygenerowane dzięki amortyzacji, jak również fundusze powstałe w wyniku

⁵⁶ Szerzej na ten temat: A. Skowronek-Mielczarek, *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, C.H. Beck, Warszawa 2003, s. 19-22; *Finanse małych i średnich przedsiębiorstw*, W. Pluta (red.), PWE, Warszawa 2004, s. 171; L. Szyszko, J. Szczepański, *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2003, s. 66-68; J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw, Podstawy teorii*, PWN, Warszawa 2001, s. 158-159.

⁵⁷ J. Ostaszewski, *Źródła pozyskiwania kapitału przez spółkę akcyjną*, Difin, Warszawa 2000, s. 17.

⁵⁸ A. Skowronek-Mielczarek, *Małe...*, op. cit., s. 20.

dokonania przekształceń w aktywach (np. sprzedaż zbędnych środków trwałych) czy w kapitałach, środki finansowe pozyskane od obecnych (dotychczasowych) wspólników lub od nowo werbowanych wspólników, wreszcie fundusze wysokiego ryzyka inwestycyjnego (*venture capital*) lub z emisji na rynku pozagiełdowym (np. CeTO)⁵⁹.

Kapitał obcy cechuje fakt, iż jest on oddany do dyspozycji przedsiębiorstwa na czas określony warunkami umowy, a po tym terminie musi być zwrócony właścicielowi. Korzystanie z niego związane jest z określonym kosztem – w postaci odsetek. Dawcy kapitału obcego z reguły (choć nie zawsze) mają wpływ na jego wykorzystanie, natomiast nie mają prawa podejmowania decyzji dotyczących całokształtu funkcjonowania przedsiębiorstwa. Przykładem kapitału obcego są: kredyty bankowe, pożyczki z sektora pozabankowego, poręczenia kredytowe, leasing, franchising, obligacje, dotacje, subwencje, czy wreszcie faktoring⁶⁰. Do tej grupy zaliczane są również zobowiązania z tytułu dostaw (kredyt od dostawców), jak również przedpłaty czy zaliczki odbiorców (kredyt od odbiorców) określane mianem kredytu handlowego lub też kupieckiego⁶¹.

2.2. Istota kredytu kupieckiego i jego zastosowania – aspekt teoretyczny

Kredyt handlowy (znany także jako kredyt od dostawców, kredyt kupiecki, kredyt towarowy) stanowi formę krótkoterminowego pozabankowego finansowania przedsiębiorstwa⁶². W praktyce może przyjmować dwojaki charakter:

- kredytu od dostawców oraz,
- kredytu od odbiorców.

Kredyt od dostawców sprowadza się do regulowania przez przedsiębiorstwo płatności za zakupione składniki majątku z pewnym opóźnieniem w stosunku do momentu otrzymania tego składnika⁶³. Jest zatem kredytem towarowym i wyraża się w przyznaniu odbiorcy warunkowego prawa do dysponowania dobrem dostawcy. Stąd też istotną cechą tego kredytu jest jego ściśle powiązanie ze zbytem towarów lub usług dostawcy. Spłata kredytu przez odbiorcę następuje z przychodu otrzymanego ze sprzedaży kredytowanych towarów.

⁵⁹ Szerzej na ten temat: A. Skowronek-Mielczarek, *Małe...*, op. cit., s. 25-28.

⁶⁰ T. Łuczka, *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa-Poznań 2001, s. 38.

⁶¹ Szerzej na ten temat: A. Skowronek-Mielczarek, *Małe...*, op. cit., s. 93.

⁶² T. Łuczka wskazuje, że w szczególnych przypadkach kredyt handlowy jest kredytem średnioterminowym i łączy się z częściową regulacją należności wobec dostawcy lub z kredytem długoterminowym (w handlu zagranicznym), szerzej w: T. Łuczka, *Kapitał...*, op. cit., s. 134.

⁶³ G. Michalczyk, *Rola kredytu handlowego w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] *Finansowe aspekty funkcjonowania małych i średnich przedsiębiorstw*, E. Orechwa-Maliszewska, A. Kopczyk (red.), WSFiZ, Białystok 2003, s. 328.

Jest to rozpowszechniona, pod względem częstotliwości i zakresu, forma obcego finansowania podmiotów gospodarczych⁶⁴. Wynika to przede wszystkim z cech, które odróżniają go od innych źródeł finansowania kapitału obcego. Jako kluczowe wskazuje się tu następujące cechy charakterystyczne⁶⁵:

- samoregulujące się źródło finansowania,
- dostępność dla zdecydowanej większości nabywców,
- niewymagający dodatkowych (wyjątkowych) zabezpieczeń.

Z punktu widzenia dostawcy kredyt kupiecki jest istotnym instrumentem polityki zbytu produktów i usług oraz integralnym składnikiem jego oferty rynkowej. Bez kredytu towarowego zbytu produktów i usług zostałby ograniczony tylko do kręgu odbiorców o wyższej zdolności płatniczej.

Pobudką dla nabywcy do stosowania kredytu kupieckiego jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa, jest przede wszystkim problem z generowaniem środków na funkcjonowanie. Niezależnie od tego czynnikiem sprawczym uruchomienia kredytu kupieckiego jest również oferta sprzedażowa konstruowana przez większość sprzedawców. W wielu przypadkach stwarza ona odbiorcy wybór pomiędzy dwoma możliwościami zapłaty: gotówkową albo oprocentowaną sprzedażą kredytową. Gotówkowa zapłata za dostawę towarów (tzw. skonto) to nic innego jak zapłata w ciągu kilku pierwszych dni od dostawy (najczęściej wiąże się to z koniecznością uruchomienia procedur związanych z przelewem bankowym między dostawcą a odbiorcą i samym czasem realizacji takiej procedury; wynosi około 1-3 dni roboczych). Ta prolongata zapłaty nie jest obciążona przez dostawcę oprocentowaniem i niekiedy bywa też określana jako nieoprocentowany kredyt handlowy. Po upływie tego okresu następuje finansowanie odbiorcy przez dostawcę za pomocą oprocentowanego kredytu handlowego⁶⁶. Uchodzi on za najdroższą formę obcego finansowania przez dostawcę. Zwłoka w regulacji należności z tytułu dostaw towarów i usług oznacza bowiem z punktu widzenia dostawcy zamrożenie jego kapitału na określony czas, co pociąga za sobą konieczność wycofania go z obiegu i wydłużenie okresu cyrkulacji. Zwiększenie okresu zamrożenia kapitału dostawcy (związanie kapitału) wywiera wpływ na jego rentowność kapitałową. Dlatego też odsetki od kredytów handlowych ustalane są na stosunkowo wysokim poziomie w porównaniu na przykład do oprocentowania kredytów bankowych. T. Łuczka wskazuje tu, że przy określaniu ich poziomu często brane są pod uwagę cena, po jakiej dostawca sam pozyskuje kapitał obcy na potrzeby sfinansowania kredytowania odbiorców swoich towarów, premia od ryzyka straty, np. w przypadku, gdyby wierzyciel zaprzestał spłaty kredytu oraz koszty administracyjne,

⁶⁴ T. Łuczka, *Kapitał...*, op. cit., s. 134.

⁶⁵ J. Śliwa, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa w zarysie*, Prywatna Wyższa Szkoła Handlowa w Warszawie, Warszawa 1997, s. 167.

⁶⁶ T. Łuczka, *Kapitał...*, op. cit., s. 136.

które powstają w związku z udzieleniem i nadzorowaniem kredytu handlowego (księgowość, upomnienia kredytobiorców, itp.)⁶⁷.

W praktyce jednak, jak wskazuje na to prof. W. Pluta, najczęściej oferowany przez dostawców kredyt kupiecki jest bezpłatny dla ich odbiorców. Oznacza to, że przedsiębiorstwo, które korzysta z bezpłatnego kredytu kupieckiego, nie ponosi żadnych dodatkowych kosztów, a po upływie ustalonej liczby dni płaci jedynie 100% kwoty przedstawionej na fakturze⁶⁸. Wynika to przede wszystkim ze stosowanej przez sprzedawcę strategii finansowania sprzedaży oraz próby przyciągnięcia i pozyskania nabywcy dla oferowanych przez siebie towarów. Czynniki sprzyjającymi tego typu sytuacji mogą być dodatkowo⁶⁹:

- podatność towaru na zepsucie, która skłania dostawcę do przyspieszenia obrotu i maksymalnego skrócenia terminu magazynowania danego towaru;
- rynkowa praktyka wielkich organizacji handlu detalicznego, które nalegają na stosunkowo liberalne warunki płatności za dostawy towarów;
- występująca w branżach o silnej konkurencji tendencja do stosunkowo długich terminów płatności kredytu handlowego i – jako rozwiązanie alternatywne – do wysokiej stopy skonta w wypadku płatności gotówkowej.

Te czynniki sprzyjają powszechności oferowania przez dostawców zakupów na zasadach kredytu kupieckiego. Atrakcyjność tej formy finansowania połączona z kolei z naturalną skłonnością do wykorzystywania nieoprocentowanego kredytu sprawiają, że częstotliwość korzystania przez odbiorców z dobrodziejstw tego źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa jest bardzo duża. W niektórych przypadkach, gdy silniejsi ekonomicznie partnerzy handlowi wymuszają na słabszych podmiotach zawieranie umów handlowych na narzuconych przez nich zasadach, wykorzystanie kredytu kupieckiego do finansowania działalności przedsiębiorstwa korzystającego z odroczonego terminu zapłaty, przybiera wręcz paranoidalne formy. Okazuje się bowiem, że odroczenie terminu zapłaty, ustawowo uregulowane na poziomie 30 dni⁷⁰, wydłużane jest do 60, 90 a czasem nawet 120 dni, często bez jakiegokolwiek rekompensaty ze strony zalegającego z płatnością⁷¹. Taki stan rzeczy sprzyja również wykorzystywaniu środków z kredytu kupieckiego nie tylko do finansowania bieżącej działalności gospodarczej. Coraz częściej wskazuje się bowiem na przypadki, w których kapitał wygenerowany dzięki odroczeniu terminu płatności za zakupione towary czy usługi wykorzystywany jest do finansowania inwestycyjnej działalności przedsiębiorstwa. (Potwierdzeniem tego są wyniki badań, o których mowa będzie w dalszej części rozdziału).

⁶⁷ Tamże, s. 143.

⁶⁸ *Finanse...*, W. Pluta (red.), op. cit., s. 180.

⁶⁹ Por. D. Wędzki, *Dobór narzędzi polityki kredytu handlowego*, [w:] *Rachunkowość* nr 11/1996.

⁷⁰ Ustawa z 12 czerwca 2003 roku o terminach zapłaty w transakcjach handlowych (Dz.U. nr 139, poz. 1323).

⁷¹ K. Jędrzejewska, *Ustawa o terminach zapłaty w transakcjach handlowych. Odsetki na zadanie czy z mocy ustawy*, [w:] *Rachunkowość* nr 2/2004.

Zaciąganie kredytu kupieckiego może się odbywać⁷²:

- a) w klasycznej postaci, gdzie określony jest poziom wysokości stopy opustu, termin korzystania z opustu oraz termin zapłaty w pełnej wysokości. Wówczas kosztem kredytu handlowego jest koszt nieskorzystania z opustu i dokonania zapłaty w pełnej wysokości w odroczonym terminie;
- b) w nieklasycznej formie kredytu, co oznacza iż w warunkach sprzedaży nie przewiduje się odliczania opustu (skonta) nawet z tytułu wcześniejszej zapłaty. Nieudzielenie opustu oznacza dla nabywcy bezpłatne korzystanie z kredytu kupieckiego.

Oznacza to, że przed podjęciem decyzji o skorzystaniu z kredytu kupieckiego nabywający towary czy usługi winni rozważyć, czy korzystniejszym z punktu widzenia ich działania jest negocjowanie maksymalnych opustów cenowych i bieżące regulowanie zobowiązania, czy też rezygnacja np. z 3-5% opustu cenowego na rzecz możliwości uregulowania zobowiązania po upływie 30 lub więcej dni. W praktyce gospodarczej trudno wskazać, który ze wskazanych wariantów występuje częściej. W skojarzeniu jednak możliwości korzystania z bezpłatnego (nieoprocentowanego), kredytu kupieckiego z trudnościami w wygenerowaniu środków finansowych na bieżącą działalność gospodarczą, coraz częściej wykorzystywany jest drugi wariant.

Przedsiębiorstwo w swojej praktyce może zastosować jedną z dwóch strategii zaciągania kredytu kupieckiego⁷³:

- 1) polegająca na negocjowaniu maksymalnych opustów cenowych. Możliwość stosowania tej strategii dotyczy przedsiębiorstw posiadających dobrą płynność finansową, a więc zdolnych do bieżącego regulowania swoich zobowiązań. Zmniejszenie ceny jest wówczas korzyścią finansową dla kupującego, gdyż niewykorzystana możliwość finansowania się kredytem kupieckim przynosi mu wymierną korzyść w postaci zaoszczędzonych środków;
- 2) polegająca na negocjowaniu maksymalnych terminów odroczenia zapłaty i zawarcia tego w stosownej umowie handlowej. Kredyt kupiecki zaciągany jest w momencie powstania zobowiązań wobec dostawców, czyli umownego odroczenia terminu zapłaty w stosunku do daty sprzedaży. Okres, w jakim przedsiębiorstwo zalega ze spłatą tego zobowiązania stanowi czas, w którym podmiot finansuje swoją działalność ze środków obcych. Jeżeli za ten okres naliczane są mu odsetki wówczas stanowią one koszt tego kredytu. Jeśli zaś nie, to środki zatrzymane w ten sposób w przedsiębiorstwie i wynikłe z tego korzyści finansowe, stanowią dodatkowe zyski podmiotu.

⁷² D. Krzemińska, *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, Poznań 2000, s. 145-146.

⁷³ Por. tamże, s. 148.

Kredyt kupiecki, jako źródło krótkoterminowego kapitału zewnętrznego przedsiębiorstwa, podlega pewnym zasadom jego wykorzystania. Nie są to co prawda obligatoryjne czy też ustawowe nakazy, lecz zalecenia konstruowane z punktu widzenia efektywności zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Jednym z takich zaleceń jest treść zawarta w złotej zasadzie bilansowania⁷⁴. Wskazuje ona na konieczność łączenia takich elementów jak długoterminowy majątek przedsiębiorstwa (aktywa trwałe) z długoterminowym kapitałem przedsiębiorstwa oraz krótkoterminowego majątku przedsiębiorstwa (aktywa obrotowe) z krótkoterminowym kapitałem przedsiębiorstwa i analizowania zależności zachodzących między tymi wielkościami. Wskazuje się przy tym, że dla poprawności oceny zarządzania finansami podmiotu gospodarczego wskaźnik pierwszej zależności nie powinien przekraczać 1, zaś drugiej powinien być większy niż 1. Powiązanie tych aktywów przedsiębiorstwa i kapitału go finansującego nie jest tu przypadkowe. Nawiązuje bowiem do zasad konstruowania poprawnej struktury kapitału i majątku przedsiębiorstwa. W założeniach wskazuje się bowiem, że dla utrzymania równowagi finansowej w przedsiębiorstwie niezbędne jest pełne pokrycie majątku trwałego stabilnymi źródłami finansowania, nie wymagającymi szybkiego zwrotu, a więc kapitałami stałymi (kapitały własne oraz kapitały obce, których okres spłaty jest dłuższy niż 1 rok)⁷⁵. Wniosek zatem z tego, że finansując inwestycje w aktywa trwałe należy zadbać o to, aby sfinansowane zostały one z kapitałów długoterminowo związanych z przedsiębiorstwem, tj. kapitałów własnych lub obcych o charakterze długoterminowym.

W świetle informacji zawartych wyżej, do grupy takich kapitałów nie można zaliczyć bynajmniej kredytu kupieckiego, który ze względu na krótszy okres wymagalności spłaty traktowany jest jako źródło kapitału krótkoterminowego. To oznacza, że z punktu widzenia racjonalnego (efektywnego) zarządzania finansami przedsiębiorstwa, środki finansowe wygenerowane dzięki kredytowi kupieckiemu winny być lokowane w kapitał obrotowy. W praktyce oznacza to, że przedsiębiorstwo negocjując korzystny termin odroczenia płatności za towary czy usługi powinno środki w ten sposób wygospodarowane spożytkować na krótkoterminowe operacje gospodarcze, pozwalające otrzymać wymierny i szybki efekt (np. krótkoterminowe lokaty bankowe, zakup łatwo zbywalnych papierów wartościowych czy finansowanie kredytu kupieckiego w stosunku do swoich odbiorców) oraz, w miarę możliwości, szybkie odzyskanie środków. Wnioskując z tego odradza się wykorzystanie tego rodzaju kapitałów na finansowanie aktywów trwałych.

Potwierdzeniem takiego rozumowania jest inne zalecenie odnoszące się z kolei do długoterminowego finansowania działalności inwestycyjnej firmy, a wskazujące wręcz

⁷⁴ Zob. L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 2003, s. 103-104.

⁷⁵ W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2002, s. 191.

na konieczność wykorzystania długoterminowego kapitału przedsiębiorstwa do finansowania majątku o długotrwałym okresie użytkowania (tj. aktywów trwałych). Jak słusznie zwraca uwagę K. Gardian, gdyby bowiem aktywa trwałe, takie jak chociażby podjęte inwestycje, były w przedsiębiorstwie finansowane krótkoterminowymi długami (np. rocznym kredytem bankowym), to po roku dług ten musiałby być przedłużony, gdyż inwestycja nie wygenerowałaby jeszcze w pierwszym roku działalności zysku i amortyzacji, wystarczających do spłacenia zobowiązania w końcu pierwszego roku działalności⁷⁶. Jeżeli bank nie zgodzi się na przedłużenie kredytu, to przedsiębiorstwo może stanąć przed poważnym problemem finansowym, nawet jeśli podjęta inwestycja jest efektywna. Unika się takich problemów, gdy inwestycje w aktywa trwałe finansowane są przez kapitały długoterminowe, bo wtedy płatności z tytułu oprocentowania i rat kapitałowych mogą być dokonywane ze spodziewanego rocznego strumienia przychodów w okresie żywotności inwestycji⁷⁷.

Z powyższych rozważań wypływa zatem jeden wniosek: w literaturze przedmiotu z zakresu zarządzania finansami zaleca się wykorzystywanie kapitałów krótkookresowo związanych z przedsiębiorstwem do finansowania bieżącej działalności podmiotu, odradzając jednocześnie finansowanie inwestycji w aktywa trwałe ze środków pozyskanych z krótkoterminowych źródeł. Z uwagi na fakt, że do tych ostatnich zaliczany jest kredyt kupiecki w postaci kredytu od dostawców, nie zaleca się wykorzystywania go chociażby do finansowania działalności inwestycyjnej przedsiębiorstwa⁷⁸. Nie zastosowanie się do tych wskazań może narazić firmę na problemy z bieżącą zdolnością do regulowania zobowiązań.

Drugą formą kredytu kupieckiego jest kredyt od odbiorców. Z reguły przyjmuje on postać przedpłaty, czyli wpłaty na rachunek dostawcy przez odbiorcę środków finansowych na konkretne dobra inwestycyjne, które nie zostały jeszcze wyprodukowane⁷⁹. Szczególną cechą tego kredytu jest fakt, że tego typu sytuacja nie tylko stanowi źródło finansowania, lecz gwarantuje kredytobiorcy sprzedaż swych wyrobów czy usług. Poprawia również płynność finansową przyjmującego kapitał i zmniejsza jego ryzyko gospodarcze. W praktyce oznacza to bowiem, że podmiot ma w pewien sposób zagwarantowany zbyt wytwarzanych produktów, a w sytuacji, gdy z różnych względów, nie dysponuje wystarczającymi środkami na uruchomienie czy też kontynuowanie działalności (np. brak wolnych środków na zakup materiałów i surowców niezbędnych do produkcji czy też niewystarczający potencjał ludzki lub maszynowy do realizacji du-

⁷⁶ K. Gardian, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, WSE W Nisku, Nisko 1997, s. 124.

⁷⁷ Tamże, s. 124.

⁷⁸ O zaleceniach tych wydają się nie wiedzieć lub też nie pamiętać polscy przedsiębiorcy, którzy nagminnie wykorzystują środki wygenerowane dzięki kredytowi kupieckiemu do finansowania działalności inwestycyjnej w swoich firmach. Szczególnie widoczne jest to w przypadku inwestycji rzeczowych. Dowodzą tego wyniki podjętych badań, o których mowa w dalszej części – przypis własny – Autorka.

⁷⁹ Szerzej na ten temat: A. Skowronek-Mielczarek, *Male...*, op. cit., s. 93.

żego zamówienia odbiorcy), może w ten sposób pozyskać kapitał na pokonanie owych problemów. W praktyce oznacza to możliwość wykorzystania pozyskanych środków do sfinansowania zarówno bieżącej (np. zakup materiałów niezbędnych do realizacji tego konkretnego zlecenia), jak i inwestycyjnej działalności przedsiębiorstwa (np. zakup składników majątku trwałego niezbędnych do realizacji określonego zlecenia). W tym względzie literatura przedmiotu nie wydaje się mieć odmiennych zaleceń niż te zaprezentowane w odniesieniu do kredytu od dostawców. Elementem różniącym może być jedynie skala kredytu od odbiorców oraz indywidualne potrzeby podmiotu realizującego zlecenie. W sytuacji bowiem, gdy wartość kredytu od odbiorców (w praktyce kształtuje się na poziomie od 10% do 30% wartości zamówienia⁸⁰) jest na tyle wysoka, a przedsiębiorstwo dla zrealizowania tego zamówienia musi zwiększyć park maszynowy, wówczas nie istnieją większe przeciwwskazania do inwestowania w środki trwałe stanowiące, bądź co bądź, element składowy aktywów trwałych firmy. Co więcej, takie działanie może okazać się korzystne dla podmiotu, gdyż niezależnie od tego, że dzięki temu posunięciu uda mu się zrealizować zlecenie, to dodatkowo wzrośnie wartość jego aktywów trwałych, a nabyty środek trwały pozwoli wygenerować dodatkowe środki finansowe, chociażby z tytułu odpisów amortyzacyjnych czy też z racji jego wykorzystania w innych zleceniach, albo wreszcie, pozyskać pieniądze z jego sprzedaży. Stąd wykorzystanie tej formy kredytu kupieckiego, w opisany powyżej sposób, wydaje się ze wszech miar wskazane. Problem jednak tkwi w tym, że wykorzystanie go w formie, jaka została tu opisana, jest często niemożliwe z prozaicznych względów – kapitały pozyskane z tytułu kredytów od odbiorców są coraz mniejsze i nie zawsze starczą na pokrycie kosztów sfinansowania zakupu środka trwałego, a dodatkowo, w zderzeniu z trudnościami w generowaniu środków na bieżącą działalność przedsiębiorstwa, przeznaczane są na te właśnie cele. Co więcej, coraz częściej posiadanie odpowiedniego zakresu parku maszynowego niezbędnego do realizacji danego zlecenia, staje się elementem przetargowym w ofertach składanych potencjalnym odbiorcom. Eliminuje to już konieczność ponownego inwestowania w środki trwałe.

Szczególne korzyści wydają się płynąć z możliwości jednoczesnego połączenia kredytu od dostawców z kredytami od odbiorców. Odpowiednie skorelowanie terminów odroczenia zapłaty w przypadku kredytu od dostawców oraz maksymalnie wynegocjowanej kwoty przedpłat w kredytach od odbiorców pozwala przedsiębiorstwu zgromadzić środki, których rozsądne wykorzystanie może dać dodatkowy wymierny efekt.

Okazuje się, że dla wielu małych i średnich przedsiębiorstw kredyt kupiecki, zarówno w jednej, jak i w drugiej formie, stanowi szansę na przetrwanie oraz utrzymanie się na rynku. W sytuacji braku dostępu do kredytów bankowych czy określonych instrumentów rynku finansowego, kredyt handlowy jest atrakcyjną formą finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw. Ponadto, dzięki funkcjonowaniu obu form zobowiązań

⁸⁰ Oszacowanie własne na podstawie analiz umów handlowych zawieranych między kontrahentami – Autorka.

handlowych, firmy niejednokrotnie mają możliwość akumulacji środków finansowych, które mogą również wykorzystywać do finansowania swego rozwoju. Zaleca się jednak, aby działania te podejmowane były zgodnie z zasadami efektywnego zarządzania finansami przedsiębiorstwa, co pozwoli uchronić te firmy przed ewentualnymi zatorami pieniężnymi, widmem utraty bieżącej płynności finansowej i bankructwem.

W praktyce jednak nie zawsze następuje wyraźne rozdzielenie korzyści płynących z opisanych form kredytowania handlowego. To skutkuje tym, że wygenerowane w ten sposób środki w całości lokowane są w przedsięwzięciach inwestycyjnych przynoszących wymierne efekty w późniejszym okresie niż wymagany czas spłaty zobowiązań lub przedsięwzięciach nie związanych z obszarem zlecenia, na który otrzymano kredyt. Najczęściej widoczne jest to w przypadku działalności inwestycyjnej.

2.3. Problematyka działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw

Punktem wyjścia do określenia zakresu działalności inwestycyjnej przedsiębiorstwa staje się zdefiniowanie pojęcia inwestycji. W teorii ekonomii rozumiane jest ono jako zakup nowych dóbr kapitałowych⁸¹. Jednak z uwagi na swój interdyscyplinarny charakter, doczekało się ono wielu, często znacznie od siebie odbiegających interpretacji.

W literaturze z zakresu finansów, identyfikującej istotę procesu inwestowania, zwraca się uwagę na fakt, że jest to każde wykorzystanie kapitału w celu jego powiększenia⁸², zaś w odniesieniu do przedsiębiorstwa określa nim wszelkie wydatki ponoszone w celu powiększenia majątku przedsiębiorstwa⁸³. W tym samym obszarze pojawiają się również interpretacje, rozpatrujące proces inwestycji w kategoriach strumieni płatności rozpoczynających się wydatkami, z nadzieją uzyskania wpływów przewyższających te wydatki w przyszłości⁸⁴ oraz określające je jako długotrwały proces wymagający zgromadzenia kapitału niezbędnego do sfinansowania początkowych nakładów, które przyniosą efekt z pewnym opóźnieniem⁸⁵.

Tak identyfikowany proces inwestowania zawsze dotyczy lokowania kapitału w majątek rzeczowy, finansowy oraz wartości niematerialne i prawne, i z reguły postrzegany jest jako element generujący potencjał rozwojowy przedsiębiorstwa.

W teorii rachunkowości kategoria inwestycji przybiera nieco inne znaczenie, a to głównie za sprawą nowelizacji ustawy o rachunkowości. Do końca 2001 roku pojęcie

⁸¹ D. Begg, St. Fischer, R. Dornbusch, *Ekonomia*, tom 2, PWE, Warszawa 1995, s. 25.

⁸² V. Jog, C. Suszyński, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, CIM, Warszawa 1995, s. 158.

⁸³ J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996, s. 94.

⁸⁴ B. Ziolkowska, *Nowoczesność środków pracy jako czynnik wzrostu wartości przedsiębiorstwa*, materiały z międzynarodowej konferencji naukowej pt. Zarządzanie wiedzą a procesy restrukturyzacji i rozwoju przedsiębiorstw, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Krynica 2000, s. 670.

⁸⁵ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 2002, s. 189.

inwestycji w polskim prawie bilansowym funkcjonowało w bardzo wąskim znaczeniu, mieszczącym w swoim zakresie jedynie nakłady inwestycyjne w aktywa rzeczowe (inwestycje rozpoczęte), podejmowane przez jednostkę w celu odtworzenia lub poszerzenia istniejącej substancji majątkowej⁸⁶. Inwestycje stanowiły ściśle zdefiniowaną część składową ogólnej kategorii bilansowej – rzeczowego majątku trwałego. Poza tą kategorią pozostawały wszystkie instrumenty rynku finansowego oraz aktywa niefinansowe, stanowiące lokatę wolnych zasobów kapitałowych.

W znowelizowanej ustawie o rachunkowości⁸⁷ wprowadzono zmianę w zakresie merytorycznym omawianej kategorii, nadając jej własną definicję. Inwestycje, w obecnie obowiązującym brzmieniu ustawy, zdefiniowane zostały bardzo szeroko, obejmując swym zakresem wszelkie formy lokowania wolnych zasobów majątkowych, które mają przynieść jednostce korzyści ekonomiczne, wyraźnie odmienne od tych czerpanych w ramach podstawowej działalności operacyjnej. Wszystkie one mają służyć jako generatory dodatkowego strumienia korzyści ekonomicznych podnoszących efektywność wykorzystania posiadanego majątku firmy⁸⁸. Przepisy wspomnianej ustawy stanowią, że pod pojęciem inwestycji rozumie się: aktywa nabyte w celu osiągnięcia korzyści ekonomicznych wynikających z przyrostu wartości tych aktywów, uzyskania z nich przychodów w formie odsetek, dywidend (udziałów w zyskach) lub innych pożytków, w tym również z transakcji handlowej, a w szczególności aktywa finansowe oraz te nieruchomości i wartości niematerialne i prawne, które nie są użytkowane przez jednostkę, lecz zostały nabyte w celu osiągnięcia tych korzyści⁸⁹.

Na użytek niniejszego rozdziału kategoria „inwestycje” postrzegana będzie jako ogół nakładów finansowych ponoszonych obecnie, z myślą o korzyściach otrzymanych w przyszłych okresach funkcjonowania przedsiębiorstwa. Ta interpretacja, zgodna z poglądami prezentowanymi w ujęciu finansowym, uzupełniana będzie akcentowaniem intencji zastosowania (w odniesieniu do elementów aktywów trwałych wykorzystywanych w działalności operacyjnej lub pozaoperacyjnej).

Wskazuje się na istnienie dwóch podstawowych rodzajów inwestycji⁹⁰:

- 1) inwestycje w finansowe składniki majątku, zwane inwestycjami finansowymi; przedmiotem tych inwestycji są:

⁸⁶ E. Walińska, M. Michalak, *Inwestycje*, Monitor Rachunkowości i Finansów nr 4/2003, s. 15.

⁸⁷ Ustawa z 9 listopada 2000 roku o rachunkowości (Dz.U. 2000, Nr 113, poz. 1186).

⁸⁸ E. Walińska, M. Michalak, *Inwestycje...*, op. cit., s. 15.

⁸⁹ Art. 3 Ustawy z 9 listopada 2000 roku o rachunkowości (Dz.U. 2000, Nr 113, poz. 1186).

⁹⁰ Zob. np. K. i T. Jajuga, *Jak inwestować w papiery wartościowe*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1994, s. 15; K. Marcinek, *Finansowa ocena przedsięwzięć inwestycyjnych przedsiębiorstw*, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 1998, s. 11; E. Nowak, M. PieliCHATy, M. Poszwa, *Rachunek opłacalności inwestowania*, PWE, Warszawa 1999, s. 17; R. Dobins, W. Frąckowiak, S.F. Witt, *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*, PAANPOL, Poznań 1998, s. 28; J. Duraj, *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004, s. 503; P. Felis, *Metody i procedury oceny efektywności inwestycji rzeczowych przedsiębiorstw*, Wyd. WSZEI w Warszawie, Warszawa 2005, s. 12; Z. Wilimowska, M. Wilimowski, *Sztuka zarządzania finansami*, OPO, Bydgoszcz 2001, s. 700.

- akcje i obligacje emitowane przez podmioty gospodarcze;
 - udziały kapitałowe w innych przedsiębiorstwach;
 - papiery wartościowe emitowane przez państwo (np. obligacje i bony skarbowe);
 - długoterminowe pożyczki udzielane przez przedsiębiorstwo innym przedsiębiorstwom;
 - lokaty pieniędzy na rachunkach bankowych, w funduszu powierniczym, itp.;
- 2) inwestycje w rzeczowy i związany z nim niematerialny majątek, zwane inwestycjami rzeczowymi; przedmiotem tych inwestycji są:
- rzeczowy majątek trwały, np. grunty, budynki i budowle, urządzenia techniczne i maszyny oraz środki transportu;
 - wartości niematerialne i prawne, np. zakup prawa do korzystania z projektów, wynalazków, patentów, licencji, znaków towarowych, a także koszty zakończonych prac rozwojowych, badania wykorzystane do nowych, ulepszonych produktów czy technologii;
 - trwały przyrost majątku obrotowego.

Inwestycje finansowe w odniesieniu do przedsiębiorstwa polegają na „wyprowadzeniu” kapitału na zewnątrz firmy (tj. lokowaniu go w innym podmiocie gospodarczym), co powinno przynieść korzyści w postaci dywidend i odsetek⁹¹.

Inwestycje rzeczowe w odniesieniu do przedsiębiorstwa prowadzą zaś do wzrostu potencjału gospodarczego wykorzystywanego wewnątrz podmiotu w działalności zarobkowej, przynoszącej korzyści w postaci przyszłych przepływów pieniężnych netto generowanych w wyniku pomyślanych przedsięwzięć inwestycyjnych⁹².

Zarówno jedne, jak i drugie mogą być finansowane środkami pochodzącymi z różnych źródeł. Najczęściej wskazuje się na wykorzystywanie do tego celu środków pochodzących z kapitałów własnych lub obcych inwestora. Niektórzy autorzy wprowadzają inny podział związany z mechanizmem finansowania przedsięwzięcia inwestycyjnego⁹³. Według niego ogół środków na finansowanie inwestycji w przedsiębiorstwie może pochodzić ze:

- środków własnych inwestora;
- środków obcych inwestorowi (finansowanie tradycyjnymi i nowoczesnymi formami finansowania);
- środków publicznych;
- mieszanych źródeł kapitału (środki własne i obce).

⁹¹ Por. P. Felis, *Metody...*, op. cit., s. 12.

⁹² Tamże, s. 13.

⁹³ Por. *Finanse...*, W. Pluta (red.), op. cit., s. 226 i nast.

W każdej ze wskazanych grup inwestor ma do dyspozycji kilka lub nawet kilkanaście wariantów finansowania podjętych przez siebie inwestycji. W grupie własnych źródeł finansowania inwestycji wskazuje się na możliwość wykorzystania: wypracowanego przez podmiot zysku netto, środków z amortyzacji, funduszy powstałych w wyniku dokonania przekształceń w aktywach czy w kapitałach, środków finansowych pozyskanych od obecnych lub nowych wspólników, wreszcie z funduszy wysokiego ryzyka inwestycyjnego lub z emisji na rynku pozagiełdowym.

W grupie obcych źródeł finansowania inwestycji wskazuje się na możliwość wykorzystania: wcześniej zgromadzonych na ten cel rezerw, szeroko pojętych kredytów (bankowych – w różnych ich wariantach, od dostawców, od odbiorców), pożyczek z sektora pozabankowego, poręczeń kredytowych, leasingu, franchisingu czy factoringu. Ważnym źródłem finansowania inwestycji, szczególnie w zakresie rzeczowego majątku trwałego przedsiębiorstwa są środki z dotacji i subwencji, a w ostatnim okresie również środki pochodzące z funduszy Unii Europejskiej⁹⁴.

W praktyce niemal zawsze istnieje również możliwość łączenia środków finansowych pochodzących z różnych źródeł finansowych. W wyniku tego inwestycje przedsiębiorstwa finansowane są z mieszanych źródeł kapitałowych. Jest to szczególnie ważne w sytuacji zgłaszanego coraz częściej przez polskie podmioty gospodarcze braku dostatecznej ilości środków niezbędnych do sfinansowania inwestycji w przedsiębiorstwie. O ile w przypadku inwestycji finansowych problem nie jest aż tak widoczny, gdyż brak środków po prostu ogranicza lub eliminuje zupełnie działalność inwestycyjną bez wyraźnej szkody dla przedsiębiorstwa, o tyle w przypadku inwestycji rzeczowych, chociażby w obszarze rzeczowego majątku trwałego, jest to bolączka. Odbija się to od razu na bieżącej działalności podmiotu, który nie inwestując w rozwój i unowocześnienie posiadanych środków trwałych traci zdolność do bieżącego realizowania potrzeb i zmieniających się oczekiwań konsumentów. Stąd też tak ważną kwestią jest utrzymanie odpowiedniego poziomu inwestycji w obszarze rzeczowego majątku trwałego przedsiębiorstwa.

2.4. Kredyt kupiecki a działalność inwestycyjna przedsiębiorstw

Niejednokrotnie zdarza się, że kwestia utrzymania odpowiedniego poziomu inwestycji w obszarze rzeczowego majątku trwałego firmy jest na tyle dla niej ważna, że świadomie lub też nie, nie bacząc na konsekwencje, łamie ona podstawowe zasady zarządzania finansami przedsiębiorstwa, angażując krótkoterminowe kapitały do finansowania działalności inwestycyjnej, czym naraża się na utratę swej płynności finansowej.

⁹⁴ Por. I. Gębska-Nędzi, E. Piątek, *Inwestycje w rzeczowy majątek trwały – wyniki badań empirycznych*, [w:] Zeszyty Naukowe Politechniki Świętokrzyskiej nr 34, Kielce 2005.

wej. W dłuższej perspektywie taki stan rzeczy może prowadzić do niewypłacalności i bankructwa firmy. Przykładem nie do końca poprawnego, z punktu widzenia zarządzania finansami, zaangażowania kapitałów w działalność inwestycyjną jest finansowanie inwestycji w obszarze rzeczowego majątku trwałego przedsiębiorstwa ze środków wygenerowanych dzięki kredytowi kupieckiemu. Co prawda nie sposób tu w całości skrytykować takiego działania, gdyż jak wskazano powyżej, istnieją przesłanki do wykorzystania, w szczególnej sytuacji, środków pochodzących z kredytu od odbiorców (np. do sfinansowania zakupu środków trwałych niezbędnych do realizacji określonego zlecenia w sytuacji, gdy ich brak w trwały sposób eliminuje możliwość podolania zamówieniu), to jednak wykorzystywanie do tego zarówno środków pochodzących z kredytu od odbiorców, jak i środków wygenerowanych dzięki kredytowi od dostawców, wydaje się dalece nieostrożne.

W praktyce jednak, taka postawa nie jest działaniem incydentalnym. Potwierdzają to wyniki badań ankietowych przeprowadzone na grupie 216 losowo wybranych przedsiębiorstw zlokalizowanych na terenie całego kraju, które zgodziły się odpowiedzieć na pytania dotyczące ich działalności inwestycyjnej z okresu ostatnich 5 lat (okres od stycznia 2000 do grudnia 2004), jak również planów inwestycyjnych na najbliższych 12 miesięcy (okres od września 2005 do września 2006). W grupie pytań znalazły się również te dotyczące wykorzystania dwóch form kredytu handlowego, jako źródła finansowania inwestycji rzeczowych przedsiębiorstwa. Jako dodatkowy problem, choć w dużo mniejszej skali wybrzmiała również kwestia inwestowania w inne niż rzeczowe obszary zasobów przedsiębiorstwa (np. zasoby ludzkie, kapitał intelektualny, zasoby informacyjne firmy).

2.5. Zastosowanie kredytu kupieckiego w działalności inwestycyjnej polskich przedsiębiorstw

W dniach 1-15 września 2005 roku, w ramach grantu naukowego PŚK zatytułowanego *Zewnętrzne źródła finansowania i ich wpływ na kondycję podmiotów gospodarczych*, przy wykorzystaniu mailingu internetowego, z udziałem Autorki tego rozdziału, przeprowadzono badania ankietowe dotyczące, między innymi, działalności inwestycyjnej w zakresie rzeczowego majątku trwałego przedsiębiorstw w okresie 5 lat od stycznia 2000 roku do grudnia 2004 roku. Badania miały charakter próby losowej. Polegały one na skierowaniu do 18 tys. losowo wybranych osób, posiadających konto poczty elektronicznej zarejestrowane w portalu Onet.pl, listownego zaproszenia do udziału w badaniu naukowym. Założenia przeprowadzonego badania były następujące:

- 1) zaproszenie ma postać listu elektronicznego z linkiem do strony z ankietą;
- 2) zaproszenie skierowane zostaje do osób zdefiniowanych w systemie poczty elektronicznej Onet.pl jako „właściciele, zarządzający, dyrektorzy, kierownicy, menadżerowie firmy”;
- 3) zaproszenie kierowane jest do osób identyfikujących się zarówno z podmiotami małymi, średnimi, jak i dużymi, bez względu na branżę oraz lokalizację firmy na terenie Polski;
- 4) badanie ma charakter anonimowy i dobrowolny, a jego wyniki zostają zweryfikowane pod względem kompletności udzielonych odpowiedzi oraz rzetelności i powtarzalności pewnych wskazań pojawiających się w różnych grupach pytań.

Zainteresowanie badaniem wykazało 1 807 osób, z czego 216 udzieliło pełnych i rzetelnych odpowiedzi, które po wstępnym zweryfikowaniu mogły stanowić wiarygodny materiał badawczy⁹⁵.

Wśród pytań zadawanych ankietowanym podmiotom znalazły się również te dotyczące wykorzystania kredytu kupieckiego jako źródła środków do sfinansowania inwestycji w rzeczowy majątek trwały. Zgromadzony materiał badawczy pozwolił na wysnucie niżej opisanych wniosków.

Wśród ankietowanych biorących udział w badaniu 80,56% stwierdziło, że w okresie ostatnich 5 lat dokonywało inwestycji w rzeczowy majątek trwały swego przedsiębiorstwa, z czego 58,62% wykorzystywało do tego celu również środki wygenerowane dzięki kredytowi kupieckiemu.

Najczęściej korzystały z niego małe firmy, zatrudniające od 10 do 49 pracowników (46,08% ogółu ankietowanych korzystających z tego źródła finansowania inwestycji), działające jako osoba fizyczna (31,37%) lub spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (29,41%), sklasyfikowane według PKD⁹⁶ w sekcji „Handel i naprawy” (49,02%), a zlokalizowane na terenie województwa mazowieckiego, których wartość aktywów jest niższa niż 8 mln zł (70,59%), a roczne obroty nie przekraczają 8 mln zł (62,75%).

Najrzadziej z kolei, korzystały z niego firmy samozatrudniające się (1,96% ogółu ankietowanych korzystających z tego źródła finansowania inwestycji), działające jako spółki komandytowo-akcyjne (0,98%) lub spółdzielnie (0,0%), sklasyfikowane według

⁹⁵ Charakterystyka próby badawczej w: I. Gębska-Nędzi, E. Piątek, *Inwestycje w rzeczowy majątek trwały – wyniki badań empirycznych*, [w:] Zeszyty Naukowe Politechniki Świętokrzyskiej nr 34, Kielce 2005.

⁹⁶ Mowa tu o Polskiej Klasyfikacji Działalności Gospodarczej, wprowadzonej do stosowania w statystyce i ewidencji na podstawie rozporządzenia Rady Ministrów z 20 stycznia 2004 roku w sprawie *Polskiej Klasyfikacji Działalności Gospodarczej – PKD* (Dz.U. 2004, Nr 33, poz. 289), a grupującej przedsiębiorstwa według rodzaju działalności społeczno-gospodarczych prowadzonych przez podmioty w gospodarce narodowej. Klasyfikacja dzieli ogólną zbiorowość na 17 kategorii rodzajów działalności, na które składają się czynności związane ze sobą z punktu widzenia tradycyjnie ukształtowanego podziału pracy. Grupy te nazywane sekcjami oznaczone są jednoliterowym kodem alfabetycznym. W ich obrębie dokonuje się dalszy podział na podsekcje, działy, grupy, klasy i podklasy – przypis własny – Autorka.

PKD w sekcji „Rolnictwo, łowiectwo, leśnictwo” (1,22%), „Górnictwo i kopalnictwo” (0,0%), „Pośrednictwo finansowe” (0,0%), „Ochrona zdrowia i opieka socjalna” (0,0%), „Gospodarstwa domowe zatrudniające pracowników” (0,0%) oraz „Organizacje i zespoły międzynarodowe” (0,0%), zlokalizowane na terenie województwa lubelskiego (1,96%), świętokrzyskiego (1,96%) oraz wielkopolskiego (1,96%), których wartość aktywów przekraczała 40 mln zł (7,84%), a roczne obroty przekraczały 200 mln zł (2,94%).

Szczegółowy rozkład ankietowanych wskazujących, w omawianym badaniu, na wykorzystanie kredytu kupieckiego jako źródła finansowania inwestycji przedstawiają poniższe tabele 2.1-2.5.

Tabela 2.1. Wykorzystanie kredytu kupieckiego a wielkość zatrudnienia podmiotu

Wariant	Ilość odpowiedzi
Zatrudniamy 0 osób	2
Zatrudniamy od 1 do 9 osób	28
Zatrudniamy od 10 do 49 osób	47
Zatrudniamy od 50 do 249 osób	17
Zatrudniamy powyżej 250 osób	8
Razem	102

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań, o których mowa w tekście.

Tabela 2.2. Wykorzystanie kredytu kupieckiego a forma prawna podmiotu

Wariant	Ilość odpowiedzi
Osoba fizyczna	32
Spółka cywilna	10
Spółka jawna	2
Spółka partnerska	4
Spółka komandytowa	7
Spółka komandytowo-akcyjna	1
Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością	30
Spółka akcyjna	8
Przedsiębiorstwo państwowe	6
Spółdzielnia	0
Inne	2
Razem	102

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań, o których mowa w tekście.

Tabela 2.3. Wykorzystanie kredytu kupieckiego a branża podmiotu

Wariant/ Sekcja PKD	Ilość odpowiedzi*
Rolnictwo, łowiectwo, leśnictwo	2
Rybołówstwo i rybactwo	4
Górnictwo i kopalnictwo	0
Przetwórstwo przemysłowe	18
Wytwarzanie i zaopatrzenie w energię elektryczną, gaz i wodę	6
Budownictwo	26
Handel i naprawy	50
Hotele i restauracje	14

Tabela 2.3. c.d. Wykorzystanie kredytu kupieckiego a branża podmiotu

Transport, gospodarka magazynowa i łączność	20
Pośrednictwo finansowe	0
Obsługa nieruchomości i firm; nauka	4
Administracja publiczna i obrona narodowa, obowiązkowe ubezpieczenie społeczne i zdrowotne	4
Edukacja	4
Ochrona zdrowia i opieka socjalna	0
Pozostała działalność usługowa, komunalna, społeczna i indywidualna	12
Gospodarstwa domowe zatrudniające pracowników	0
Organizacje i zespoły międzynarodowe	0
Razem	164

* – istniała możliwość wskazania więcej niż jednej branży działania

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań, o których mowa w tekście.

Tabela 2.4. Wykorzystanie kredytu kupieckiego a lokalizacja podmiotu

Wariant/Województwo	Ilość odpowiedzi
Dolnośląskie	6
Kujawsko-pomorskie	8
Lubelskie	8
Lubuskie	2
Łódzkie	6
Małopolskie	6
Mazowieckie	16
Opolskie	4
Podkarpackie	7
Podlaskie	4
Pomorskie	13
Śląskie	10
Świętokrzyskie	2
Warmińsko-mazurskie	4
Wielkopolskie	2
Zachodniopomorskie	6
Razem	102

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań, o których mowa w tekście.

Tabela 2.5. Wykorzystanie kredytu kupieckiego a wielkość aktywów i obrotów podmiotu

Aktywa		Obroty	
Wariant	Ilość odpowiedzi	Wariant	Ilość odpowiedzi
Do 8 mln zł	72	Do 8 mln zł	64
Od 8 mln zł do 40 mln zł	22	Od 8 mln zł do 40 mln zł	22
Od 40 do 172 mln zł	4	Od 40 do 200 mln zł	13
Powyżej 172 mln zł	4	Powyżej 200 mln zł	3
Razem	102	Razem	102

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań, o których mowa w tekście.

Spośród podmiotów, wskazujących na wykorzystanie kredytu kupieckiego jako źródła finansowania inwestycji w rzeczowy majątek trwałe przedsiębiorstwa, 96,08% wskazało na wykorzystanie do tego celu środków zatrzymanych w firmie dzięki kre-

dytowi od dostawców, zaś 86,27% na środki pozyskane dzięki kredytom od odbiorców. Jest to zjawisko wielce niepokojące zważywszy, że liczba podmiotów korzystających z kredytu od dostawców nie dosyć, że bardzo duża, to jeszcze większa niż korzystających z kredytu od odbiorców. Oznacza to, że inwestujący albo nie zdają sobie sprawy z zagrożenia, jakie niesie ze sobą wykorzystanie kredytu krótkoterminowego do finansowania działań inwestycyjnych, bądź co bądź o charakterze długoterminowym, albo wydają się je bagatelizować. Głębszych informacji na ten temat dostarcza zestawienie zawarte w tabeli 2.6, a obrazujące stopień wykorzystania kredytu kupieckiego (z podziałem na kredyt od dostawców oraz na kredyt od odbiorców).

Tabela 2.6. Stopień wykorzystania dwóch form kredytu kupieckiego w działalności inwestycyjnej przedsiębiorstwa w zakresie rzeczowego majątku trwałego (okres od stycznia 2000 do grudnia 2004)

Odpowiedź	1	2	3	4	Razem
Kredyt od dostawców	60	12	8	18	98
Kredyt od odbiorców	60	16	9	3	88
Razem	120	28	17	21	186

Legenda:

- 1 – w małym stopniu,
- 2 – w umiarkowanym (średnim) stopniu,
- 3 – w dużym stopniu,
- 4 – w bardzo dużym stopniu.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań, o których mowa w tekście.

Z danych zawartych w tabeli 2.6 wynika, że najliczniejszą grupę stanowiły podmioty w małym stopniu korzystające ze środków pozyskanych dzięki kredytowi kupieckiemu. W obu przypadkach było to po 60 ankietowanych, co oznacza, że 61,23% wykorzystujących środki pochodzące z kredytu od dostawców oraz 68,18% wykorzystujących środki pochodzące z kredytu od odbiorców absorbowało je w małym stopniu. Rodzi to pytanie: czy w związku z tym kredyt handlowy, zarówno w formie od dostawców, jak i w formie od odbiorców, u tych podmiotów nie stanowił przypadkiem jedynie uzupełnienia innych form finansowania przedmiotowych inwestycji. Gdyby bowiem okazało się, że tak rzeczywiście było, to działanie to nie nosi znamion szczególnego naruszenia zasad zarządzania finansami, lecz sugeruje, że inwestujący potrafią wykorzystać dobrodziejstwa płynące z tytułu łączenia różnych źródeł finansowania. Jednak, aby to stwierdzić należy wskazać i zbadać zakres powiązań poszczególnych źródeł kapitałów przedsiębiorstwa wykorzystywanych do sfinansowania inwestycji w rzeczowy majątek trwały. Informacje na ten temat prezentuje tabela 2.7.

Dane zawarte w tabeli 2.7 rozwiewają wcześniejsze wątpliwości wskazując, że przedsiębiorcy biorący udział w badaniu decydowali się na łączenie środków wy-

Tabela 2.7. Zakres i stopień wykorzystania innych, niż kapitał kupiecki, źródeł finansowania inwestycji w rzeczowy majątek trwały przedsiębiorstw (okres od stycznia 2000 do grudnia 2004)

Wyszczególnienie	1	2	3	4	Razem
Zysk netto	12	12	28	34	86
Środki z amortyzacji	20	12	10	12	54
Przekształcenia w aktywach	30	13	9	10	62
Przekształcenia w kapitałach	2	0	0	0	2
Dopłaty wspólników	4	10	8	2	24
Poszukiwanie nowych wspólników	0	2	6	0	8
Fundusze <i>venture capital</i>	2	0	0	0	2
Emisja na rynku pozagiełdowym	0	0	0	0	0
Rezerwy	22	6	14	2	44
Kredyty bankowe	12	14	22	40	88
Pożyczki z sektora pozabankowego	34	4	9	1	48
Poręczenia kredytowe	0	2	4	0	6
Leasing	4	14	15	11	44
Obligacje	0	2	2	0	4
Franchising	2	1	1	1	5
Dotacje i subwencje	8	0	6	4	18
Środki z funduszy unijnych	13	8	8	2	31
Faktoring	0	0	0	0	0

Legenda:

1 – w małym stopniu;

2 – w umiarkowanym (średnim) stopniu;

3 – w dużym stopniu;

4 – w bardzo dużym stopniu.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań, o których mowa w tekście.

generowanych z obu form kredytu kupieckiego z innymi źródłami zasilania kapitałów firmy, celem sfinansowania inwestycji w rzeczowy majątek trwały podmiotu. 2/3 z nich łączyło je z zyskiem netto, środkami pochodzącymi z przekształceń w aktywach oraz z kredytów bankowych, a połowa z pożyczkami z sektora pozabankowego oraz środkami z amortyzacji. W niektórych przypadkach liczba podmiotów wskazujących na wykorzystanie kredytu kupieckiego w małym stopniu (wskazanie 1) była mniejsza niż liczba podmiotów wskazujących na wykorzystanie innych źródeł finansowania w stopniu dużym lub bardzo dużym (np. 62 podmioty korzystały z kredytu bankowego w stopniu dużym i bardzo dużym, tyleż samo z zysku netto). Zakładając hipotetycznie, że są to te same podmioty, można stwierdzić, że około 60% ankietowanych wykorzystywało środki pochodzące z kredytu kupieckiego do uzupełnienia środków wygenerowanych z długoterminowych źródeł kapitału pozyskanego na inwestycje. Jeśli działanie takie ma miejsce w momencie finalizowania inwestycji, kiedy wiadomo, że ów środek trwały łąda dzień zostanie wdrożony do podstawowej działalności gospodarczej podmiotu, a z tytułu jego eksploatacji przedsiębiorstwo zacznie osiągać pewne przychody, wówczas nie sposób takiej postawy krytykować. Co więcej można nawet wskazać, że przedsiębiorcy decydujący się na taki, bądź co bądź, ryzykowny krok, działają na rzecz

jak najszybszego uruchomienia środków pozyskanych w wyniku inwestycji i generowania z nich przychodów. Taka postawa jest potwierdzeniem przedsiębiorczości i zaradności polskich przedsiębiorców.

Wykorzystanie kredytu kupieckiego jako źródła finansowania inwestycji w rzeczowy majątek trwałe przedsiębiorstwa w okresie od stycznia 2000 do grudnia 2004 roku podyktowane zostało głównie przesłankami ekonomicznymi. Potwierdzają to dane zgromadzone w poniższej tabeli 2.8.

Tabela 2.8. Determinanty wyboru wykorzystania kredytu kupieckiego jako źródła finansowania inwestycji w rzeczowy majątek trwałe przedsiębiorstwa (okres od stycznia 2000 do grudnia 2004)

Wariant	Ilość odpowiedzi	Struktura (w %)
Zakres wiedzy na temat źródła	4	3,92
Dostępność	36	35,29
Kryteria ekonomiczne	38	37,26
Pozytywne doświadczenia we wcześniejszym wykorzystaniu	18	17,65
Rekomendacje zaprzyjaźnionych przedsiębiorców	4	3,92
Przekonująca oferta kapitałodawców	2	1,96
Razem	102	100,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań, o których mowa w tekście.

Z danych zawartych w tabeli 2.8 wynika, że o wyborze kredytu kupieckiego jako źródła finansowania inwestycji w rzeczowy majątek trwałe przedsiębiorstwa w okresie ostatnich 5 lat decydowały przede wszystkim względy ekonomiczne (37,26% ogółu wykorzystujących kapitał pochodzący z tego źródła), a w nieco mniejszym zakresie dostępność tej formy finansowania (35,29%). Wysoki udział względów ekonomicznych w grupie przesłanek wyboru źródła finansowania inwestycji cieszy, gdyż wskazuje, że podmioty gospodarcze świadomie, z premedytacją czy nawet z „ekonomicznym wyrachowaniem” korzystają z tego, często bezpłatnego, źródła kapitałów. Z kolei wyniki dotyczące dostępności, jako determinanty wyboru tego źródła, wydają się potwierdzać zgłaszane przez podmioty gospodarcze problemy z pozyskaniem środków finansowych z innych źródeł. Szczególnie dotyczy to małych i średnich przedsiębiorstw⁹⁷. Interesującym jest również wskazanie przez 17,65% ankietowanych wykorzystujących środki wygenerowane dzięki kredytowi handlowemu, że wyboru tego dokonali, gdyż mają pozytywne doświadczenia płynące z wcześniejszego wykorzystania tego źródła finansowania inwestycji. To oznacza, że mimo wszelkich zaleceń zawartych w literaturze przedmiotu z zakresu zarządzania finansami oraz wszelkich nakre-

⁹⁷ Na istnienie tego problemu wskazuje wielu ekonomistów, np. A. Skowronek-Mielczarek, *Wybory źródeł finansowania w małych i średnich przedsiębiorstwach*, [w:] *Finansowe...*, op. cit., s. 81-89; E. Stawarz, *Rozwój małych innowacyjnych firm w Polsce*, [w:] *Przedsiębiorczość i rozwój małych i średnich przedsiębiorstw w XXI wieku*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 505-520; A.E. Grabska, *Inwestycje a konkurencyjność przedsiębiorstwa na przykładzie przedsiębiorstw regionu podlaskiego*, [w:] *Zeszyty Naukowe Politechniki Świętokrzyskiej* nr 31, Kielce 2002, s. 175-184 oraz *Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2002-2003*, PARP, Warszawa 2004, s. 51-52.

ślonych tam konsekwencji niezastosowania się do nich, polscy przedsiębiorcy decydują się na wykorzystanie środków pozyskanych dzięki kredytowi kupieckiemu do sfinansowania inwestycji w rzeczowy majątek trwały i czynią to z takim powodzeniem, iż w kolejnych tego typu działaniach nie widzą powodu, dla którego mieliby nie skorzystać z tej formy finansowania.

Środki pochodzące z kredytu handlowego w największym stopniu wykorzystywane były do sfinansowania inwestycji w budynki i lokale, a zaraz po tym w specjalistyczne maszyny, urządzenia i aparaty oraz środki transportu. Ilustrują to dane zgromadzone w poniższej tabeli 2.9.

Tabela 2.9. Wykorzystanie kredytu kupieckiego a inwestycje w różne grupy rodzajowe środków trwałych przedsiębiorstwa (okres od stycznia 2000 do grudnia 2004)

Wyszczególnienie	0	1	2	3	4	Razem
Grunty	66	10	9	7	10	102
Budynki i lokale	22	14	18	14	34	102
Obiekty inżynierii lądowej i wodnej	82	10	4	4	2	102
Kotły i maszyny energetyczne	66	16	6	12	2	102
Maszyny, urządzenia i aparatura ogólnego zastosowania	34	20	26	18	4	102
Specjalistyczne maszyny, urządzenia i aparaty	38	6	18	22	18	102
Urządzenia techniczne	25	15	26	30	6	102
Środki transportu	14	12	36	18	22	102
Narzędzia, przyrządy, ruchomości i wyposażenie	10	18	38	22	14	102
Inwentarz żywy	92	4	0	6	0	102

Legenda:

1 – w małym stopniu,

2 – w umiarkowanym (średnim) stopniu,

3 – w dużym stopniu,

4 – w bardzo dużym stopniu.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań, o których mowa w tekście.

Dane liczbowe zgromadzone w tabeli 2.9 wskazują, że w największym stopniu kredyt kupiecki wykorzystywany był do sfinansowania inwestycji w budynki i lokale (47,06% wskazujących na jego wykorzystanie stwierdziło, że przeznaczyło na to dużo lub nawet bardzo dużo środków pochodzących z tego źródła) oraz w specjalistyczne maszyny, urządzenia i aparaturę, a także środki transportu (odpowiednio po 39,22%). Niewiele mniej, bo po 35,29% wspomnianych ankietowanych wskazało na ulokowanie dużych lub nawet bardzo dużych środków pochodzących z kredytu handlowego w narzędzia, przyrządy, ruchomości i wyposażenie oraz urządzenia techniczne. Rozkład ten nieco zadziwia zważywszy, że zakup czy też wytworzenie, wskazanych grup środków trwałych, pociąga za sobą znaczne koszty. Co prawda każdą z tych inwestycji można uznać, za kluczową z punktu widzenia działalności przedsiębiorstwa i jego zdolności do realizowania oczekiwań konsumentów, to jednak inwestycja w środki transportu czy też specjalistyczne maszyny, urządzenia i aparaturę, wydaje się być tą, której okres przystosowania do działania w firmie i generowania przychodu wydaje

się być krótszy niż np. budynku czy lokalu (czas budowy lub modernizacji budynku czy lokalu jest nieporównywalnie dłuższy niż czas potrzebny na zakup i przystosowanie do pracy samochodu czy maszyny produkcyjnej). To oznacza, że finansowanie inwestycji w rzeczowy majątek trwały przedsiębiorstwa, ze środków pochodzących z kredytu kupieckiego, z punktu widzenia kryterium czasu, wydaje się być bezpieczniejsze w stosunku do środków transportu niż lokali i budynków. Trwanie przy zaprezentowanym rozkładzie środków z kredytu kupieckiego jest wysoce ryzykowne (np. nawet nieznaczne opóźnienie prac budowlanych czy remontowych może spowodować odsunięcie w czasie momentu oddania budynku do eksploatacji, a tym samym wydłużyć okres oczekiwania na pojawienie się pierwszych przychodów z tytułu ich wykorzystania; to może powodować nieprzewidziane zatory płatnicze wywołane wcześniejszym okresem wymagalności zapłaty za towary czy usługi niż momentem uruchomienia inwestycji finansowanej środkami wygenerowanymi poprzez, np. odroczenie terminu spłaty zobowiązania wobec dostawców).

W cytowanych badaniach dotyczących wykorzystania środków pochodzących z kredytu kupieckiego do finansowania inwestycji w obszary rzeczowego majątku trwałego przedsiębiorstwa, zawarto również pytania dotyczące innych obszarów inwestowania środków pozyskanych w ten sposób. Zgromadzony materiał wskazuje, że w badanym okresie ostatnich 5 lat, ankietowani inwestowali środki pozyskane z kredytu kupieckiego, nie tylko w rzeczowe zasoby przedsiębiorstwa, ale również w zasoby ludzkie, informacyjne i intelektualne. Jednakże skala tych inwestycji była dużo mniejsza i dotyczyła jedynie 30 podmiotów spośród tych, które w analogicznym okresie zadeklarowały podjęcie inwestycji rzeczowych. Oznacza to, że zaledwie 17,24% ogółu inwestujących w tym okresie, podejmowało inwestycje w obszary inne niż zasoby rzeczowe przedsiębiorstwa, wykorzystując do tego środki z kredytu handlowego. Odnosząc to do grupy podmiotów, które z tego samego źródła finansowały inwestycje w środki trwałe należy stwierdzić, że niespełna 29,41% tych firm wykorzystywało to źródło do inwestowania w zasoby ludzkie, informacyjne czy intelektualne. Rozkład i skala wykorzystania środków z podziałem na pochodzące z kredytu od dostawców oraz z kredytu od odbiorców prezentuje tabela 2.10.

Tabela 2.10. Wykorzystanie kredytu kupieckiego a inwestycje w zasoby ludzkie, intelektualne i informacyjne przedsiębiorstwa (okres od stycznia 2000 do grudnia 2004)

Odpowiedź	1	2	3	4	Razem
Kredyt od dostawców	22	2	4	2	30
Kredyt od odbiorców	18	4	0	0	22
Razem	40	6	4	2	52

Legenda:

- 1 – w małym stopniu,
- 2 – w umiarkowanym (średnim) stopniu,
- 3 – w dużym stopniu,
- 4 – w bardzo dużym stopniu.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań, o których mowa w tekście.

Z danych zawartych w tabeli 2.10 wynika, że w badanym okresie do inwestycji innych niż te w rzeczowy majątek trwałe przedsiębiorstwa, w większym stopniu wykorzystywane były środki zatrzymane w firmie w wyniku kredytu od dostawców. Ich zagospodarowanie wskazało 100% ankietowanych podejmujących w tym czasie inwestycje finansowane m.in. z kredytu handlowego. Do korzystania z kredytu od odbiorców w analogicznym okresie przyznało się 73,33% tej grupy. Ponadto można wskazać, że 73,33% korzystających z kredytu od dostawców oraz 81,82% korzystających ze środków od odbiorców w nieznacznym (wariant „1”) stopniu wykorzystało je we wspomnianych inwestycjach. Może to oznaczać, że podobnie jak w przypadku inwestycji w zakresie rzeczowego majątku trwałego, środki te stanowiły jedynie uzupełnienie głównych źródeł kapitałów inwestycyjnych. Potwierdzenia takiej hipotezy szukać należy w tabelarycznym zestawieniu obrazującym stopień wykorzystania innych źródeł zasilania przedsiębiorstwa w kapitał, wskazanych przez inwestujących, którzy korzystali z kredytu handlowego. Dane na ten temat zaprezentowane zostały w tabeli 2.11.

Dane zaprezentowane w tabeli 2.11 wskazują, że 80% ankietowanych łączyło środki pochodzące z kredytu kupieckiego ze środkami pochodzącymi z innych źródeł, aby zgromadzoną w ten sposób gotówkę wykorzystać do sfinansowania inwestycji

Tabela 2.11. Zakres i stopień wykorzystania innych, niż kapitał kupiecki, źródeł finansowania inwestycji w zasoby intelektualne, informacyjne i ludzkie przedsiębiorstwa (okres od stycznia 2000 do grudnia 2004)

Wyszczególnienie	1	2	3	4	Razem
Zysk netto	2	6	6	10	24
Środki z amortyzacji	4	2	2	0	8
Przekształcenia w aktywach	6	0	0	0	6
Przekształcenia w kapitałach	0	0	2	0	2
Dopłaty wspólników	6	0	0	0	6
Poszukiwanie nowych wspólników	2	0	2	0	4
Fundusze <i>venture capital</i>	0	0	0	0	0
Emisja na rynku pozagiełdowym	0	0	2	0	2
Rezerwy	4	0	0	2	6
Kredyty bankowe	12	4	4	4	24
Pożyczki z sektora pozabankowego	2	2	0	0	4
Poręczenia kredytowe	4	0	0	0	4
Leasing	6	0	4	2	12
Obligacje	0	0	2	2	4
Franchising	0	2	0	0	2
Dotacje i subwencje	2	2	2	2	8
Środki z funduszy unijnych	6	0	2	0	8
Faktoring	0	0	0	0	0

Legenda:

1 – w małym stopniu,

2 – w umiarkowanym (średnim) stopniu,

3 – w dużym stopniu,

4 – w bardzo dużym stopniu.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań, o których mowa w tekście.

w zasoby intelektualne, informacyjne i ludzkie przedsiębiorstwa. W największym stopniu, podobnie jak w przypadku inwestycji rzeczowych, wykorzystywane były środki pochodzące z kredytów bankowych oraz z zysku wypracowanego przez firmę. W przypadku 16 firm środki z zysku netto miały duży lub nawet bardzo duży udział w tych inwestycjach, zaś w przypadku 8 to samo można było powiedzieć, o kapitałach pochodzących z kredytów bankowych.

Ciekawych informacji dostarcza również charakterystyka podmiotów przyznających się do wykorzystywania kredytu kupieckiego do inwestowania w zasoby ludzkie, intelektualne i informacyjne przedsiębiorstwa w okresie ostatnich 5 lat. Z analizy metryki ankietowanych wynika, że w większości są to firmy średnie, zatrudniające od 50 do 249 pracowników, działające jako spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, zlokalizowane na terenie województwa mazowieckiego, a sklasyfikowane w sekcji „Budownictwo” lub „Handel i naprawy”, których wartość aktywów nie przekracza 8 mln zł, a obroty roczne są niższe niż 200 mln zł. Charakterystyka tych podmiotów nieznacznie odbiega od zaprezentowanej wyżej struktury firm korzystających ze środków z kredytów kupieckich do sfinansowania inwestycji w rzeczowy majątek trwały przedsiębiorstwa. Można się zatem pokusić o stwierdzenie, że firmy mające doświadczenie w wykorzystywaniu środków finansowych pozyskanych dzięki kredytowi kupieckiemu do finansowania inwestycji w rzeczowy majątek trwały, nie stronią również od lokowania tych pieniędzy w np. w zasoby ludzkie, intelektualne czy informacyjne firmy. Co prawda jest to dużo mniejsza grupa (niespełna 30% inwestujących ów kapitał w rzeczowe zasoby majątkowe firmy), jednak zawsze są to firmy wywodzące się z tej samej grupy, a więc takie, które wcześniej (lub też równolegle) inwestowały w zasoby rzeczowe.

Podsumowanie

Kredyt kupiecki, zwany również handlowym, to jedno z krótkoterminowych źródeł zasilania przedsiębiorstwa w środki finansowe. Z założenia winny one być przeznaczane na bieżącą działalność firmy. Ich rozmiar zależy od zdolności negocjacyjnych osób odpowiedzialnych w firmie za transakcje kupna (kredyt od dostawców) oraz transakcje sprzedaży (kredyt od odbiorców), jak również pozycji firmy na rynku. Im jest ona wyższa i bardziej konkurencyjna, tym większa możliwość wynegocjowania korzystnych warunków kredytowania.

Kredyt kupiecki występuje w dwóch formach i dwóm celom winien służyć. Pierwsza forma kredytu kupieckiego to kredyt od dostawców, przyjmujący postać odroczonego terminu zapłaty w stosunku do dnia dostarczenia towarów lub usług do kontrahenta (odbiorcy). Z reguły jest to okres 30 dni, w czasie których środki finansowe, w nieoprocentowanej z reguły formie, w dowolny sposób wykorzystywane są w przedsiębiorstwie kredytobiorcy. W praktyce okres ten sięga 90 lub nawet 120 dni. Zachę-

tą stosowaną przez kontrahenta (dostawcę) do uiszczania należności równolegle z momentem dostarczania towaru jest stosowanie upustów lub dyskont. W praktyce jest to od 3% do 5% ceny zasadniczej w zależności od branży. Zaoszczędzone w ten sposób środki mogą być przez firmę (odbiorcę) wykorzystane w dowolny sposób.

Z uwagi na okres związania takiego kapitału z firmą zaleca się, aby środki wygenerowane w przedsiębiorstwie w wyniku odroczenia terminu płatności wykorzystywane były do finansowania bieżącej działalności. Odradza się natomiast przeznaczanie ich na działalność inwestycyjną, gdyż czas oczekiwania na efekt (skutek) tej działalności może być dłuższy niż okres wymagalności spłaty zobowiązania, co bezpośrednio może przyczynić się do stworzenia zatorów płatniczych w firmie, pogarszając tym samym jej kondycję finansową.

Drugą formą kredytu kupieckiego jest kredyt od odbiorców. Polega on na przekazaniu przez odbiorcę pewnych kwot na rzecz dostawcy, mających charakter przedpłat i zaliczek na poczet przyszłych transakcji. W zależności od branży kwoty te sięgają od 10% do 30% wartości kontraktu. Intencją jest, aby środki pozyskane w ten sposób wykorzystywane były na zakup materiałów lub surowców niezbędnych do realizacji danego zamówienia, lub też stanowiły wsparcie dla inwestycji poczynionych na rzecz przysposobienia parku maszynowego firmy do realizacji tego kontraktu. W praktyce, ta druga część coraz częściej staje się kluczowym elementem przetargowym w doborze oferty wykonawczej, stąd też coraz częściej wskazuje się na powiązanie środków pozyskanych z kredytu od odbiorców raczej z zakupem surowców i materiałów niż z inwestycjami w zasoby rzeczowe przedsiębiorstwa.

W świetle tych rozważań wskazać należy, iż istnieje zalecenie, aby środki pochodzące z kredytu kupieckiego wykorzystywane były do bieżącej działalności gospodarczej podmiotu, mniej zaś do działalności inwestycyjnej. Wyjątek stanowi sytuacja, kiedy podmiot pozyskuje środki pochodzące od przyszłego odbiorcy właśnie na ten cel, a inwestycja w zasoby rzeczowe warunkuje możliwość jego zrealizowania.

Praktyka gospodarcza okazuje się być jednak nieco inna. Jak wskazują badania ankietowe przeprowadzone na reprezentatywnej grupie podmiotów prowadzących działalność gospodarczą, wśród polskich przedsiębiorców nie widać oporów przed wykorzystywaniem środków płynących z kredytu kupieckiego do celów inwestycyjnych. Oznacza to, że przedsiębiorcy polscy mniej lub bardziej świadomie ryzykują utratę bieżącej płynności finansowej, wywołanej chociażby lokowaniem krótkookresowego kapitału w przedsięwzięcia, których efekt gospodarczy widoczny będzie w okresie późniejszym niż wymagalny okres zwrotu zainwestowanego kapitału. Dowodem na to jest zaangażowanie środków finansowych pochodzących z różnych form kredytu kupieckiego w działalność inwestycyjną w zakresie rzeczowego majątku trwałego, wskazana przez prawie 59% ankietowanych, którzy brali udział w badaniu. Usprawie-

dliwieniem dla takich postaw jest co prawda wskazanie przez 37,26% spośród nich, że czynili to z pobudek ekonomicznych, poprzedzając swoje decyzje licznymi analizami ekonomicznymi. Nie mniej jednak, równie liczna (35,29%) grupa wykorzystujących środki pochodzące z kredytu kupieckiego czyniła to tylko dlatego, że do tych kapitałów miała dostęp. Potwierdza to sygnalizowaną licznie atrakcyjność tego typu kredytu, którego zdobycie nie wymaga przejścia specjalnej weryfikacji (jak np. w przypadku kredytu bankowego) czy też szeregu formalności (jak np. w przypadku emisji obligacji czy korzystania z leasingu).

Przeprowadzone badania wskazują jednak na relatywnie niewielkie wykorzystanie środków pochodzących z kredytu handlowego do finansowania działalności inwestycyjnej w obszarze rzeczowego majątku przedsiębiorstw w okresie ostatnich 5 lat. Co więcej, środki te nie stanowiły jedyne źródła finansowania, a w zdecydowanej większości łączone były z środkami pochodzącymi z innych źródeł, czy to własnych, czy to obcych. Wskazuje się również, że stopień wykorzystania owych innych źródeł był większy niż środków z kredytu kupieckiego, co świadczyć może o pomocniczym lub uzupełniającym charakterze wykorzystania tego źródła.

Podobnych wniosków dostarcza obserwacja inwestycji w obszary ludzkich, informacyjnych, czy intelektualnych zasobów przedsiębiorstwa. Tu również kredyt kupiecki znajduje swoje zastosowanie, chociaż na jego wykorzystanie wskazuje niespełna 30% z tych, którzy wykorzystywali go w inwestycjach w środki trwałe. Tu również stanowi on dodatkowe źródło finansowania inwestycji; bazą zaś są środki, które pochodzą głównie z wygenerowanego zysku netto oraz kredytów bankowych.

Struktura podmiotów wykorzystujących środki pochodzące z kredytu kupieckiego do działalności inwestycyjnej w obszarze rzeczowego majątku trwałego przedsiębiorstwa, jak również w inne zasoby firmy jest bardzo zbliżona. W zdecydowanej większości są to podmioty, zaliczane do sektora małych i średnich przedsiębiorstw, najczęściej działające jako spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, sklasyfikowane według PKD w sekcji „Handel i naprawy”, statystycznie zlokalizowane na terenie województwa mazowieckiego. Można się zatem pokusić o stwierdzenie, że firmy mające doświadczenie w wykorzystywaniu środków z kredytu handlowego do finansowania inwestycji w rzeczowy majątek trwały, nie stronią również od angażowania tych pieniędzy do inwestowania np. w zasoby ludzkie, intelektualne czy informacyjne firmy. Może to oznaczać, że dla pewnej grupy firm środki wygenerowane z kredytów kupieckich stanowią wszechstronnie eksploatowane źródło kapitału, wykorzystywane nie tylko do bieżącego regulowania zobowiązań, lecz również do nieco ryzykownych działań, z punktu widzenia zarządzania finansami, związanych z finansowaniem działalności inwestycyjnej.

Rozdział 3

Ubezpieczenia finansowe jako instrument wspomagający finansowanie przedsiębiorstw kredytem kupieckim

Anna Bera, Sławomir Zarębski

Wprowadzenie

Kredyt kupiecki jest nieodzownym elementem gospodarki rynkowej. Stosowanie przez przedsiębiorstwa sprzedaży z odroczonym terminem płatności w obrocie gospodarczym jest istotnym instrumentem polityki zbytu produktów i usług, bowiem bez kredytu kupieckiego sprzedaż zostałaby ograniczona tylko do kręgu odbiorców o wyższej zdolności płatniczej. Z drugiej strony, kredytowanie odbiorców i proponowanie korzystnych warunków zakupu (często wymuszonych sytuacją rynkową), wiąże się ze wzrostem ryzyka przedsiębiorstwa.

Istotną kwestią w gospodarce rynkowej staje się właściwe zarządzanie ryzykiem kredytowym oraz umiejętne stosowanie instrumentów ograniczających to ryzyko. Te działania stanowią przedmiot polityki kredytowej przedsiębiorstwa. Polityka kredytowa obejmuje podstawowe decyzje, określające w przedsiębiorstwie:

- zasady udzielania kredytów handlowych (forma, okresy spłaty),
- kryteria oceny wypłacalności poszczególnych nabywców,
- procedury ściągania (windykacji) należności,
- politykę rabatową,
- reguły doboru instrumentów ograniczania ryzyka kredytowego⁹⁸.

W rozdziale tym można pokusić się o sformułowanie hipotezy, iż rozwój kredytu kupieckiego będącego elementem polityki kredytowej przedsiębiorstw, uwarunkowany będzie możliwościami asekuracji ryzyka związanego z kredytowaniem odbiorców.

⁹⁸ Na temat polityki kredytowej przedsiębiorstwa pisze na przykład: D. Krzemińska, *Finanse przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo WSB, Poznań 2000; M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998; J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001; H.H. Jonas, *Der Handelskredit*, [w:] *Finanzierung – Handbuch*, H. Jansberg (red.), Wiesbaden 1964; R. Fitzgerald, *A Handbook of Practical Business Finance*, Kogan Pagan, London 1992.

Często, bowiem niewypłacalność jednego klienta może spowodować zachwianie stabilności finansowej całego przedsiębiorstwa⁹⁹.

3.1. Miejsce ubezpieczeń w systemie instrumentów zabezpieczających ryzyko kredytu kupieckiego

Szerokie wykorzystywanie kredytu kupieckiego we współczesnej gospodarce rynkowej spowodowało wykształcenie się szerokiej gamy instrumentów, służących do zabezpieczenia ryzyka tego kredytu. Poszczególne instrumenty różnią się od siebie wieloma cechami, między innymi:

- sposobem zabezpieczenia (zabezpieczenia osobowe i rzeczowe);
- charakterem gwaranta (osoba fizyczna, osoba prawna, bank, ubezpieczyciel);
- wysokością kosztów, związanych z wykorzystaniem danego instrumentu;
- metodą dochodzenia roszczeń, w przypadku braku terminowej realizacji spłaty zobowiązania, wynikającej z zaciągniętego kredytu kupieckiego;
- skalą wykorzystania danego instrumentu w poszczególnych segmentach rynku wierzytelności kupieckich.

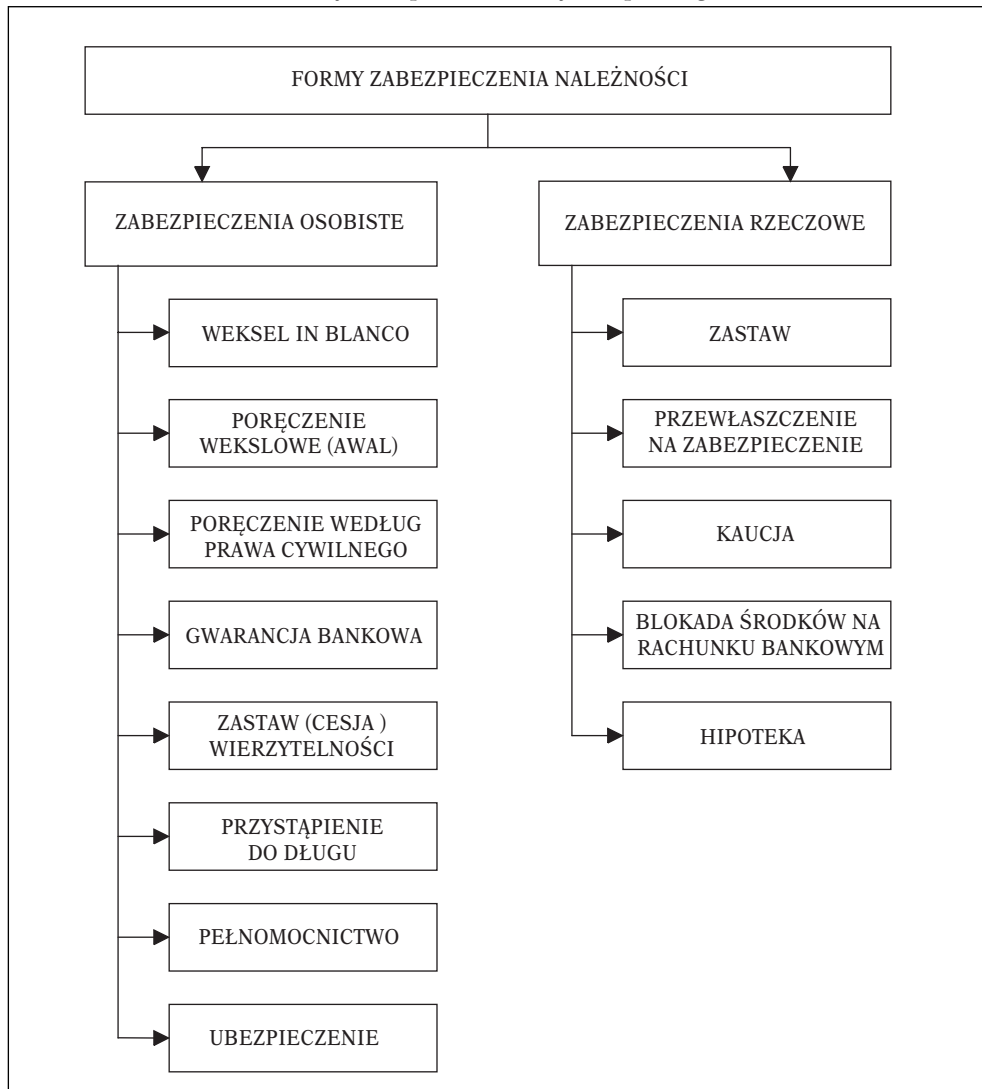
Najważniejsze sposoby zabezpieczenia tej formy finansowania transakcji handlowych przedstawiono na schemacie 3.1.

Wśród instrumentów zabezpieczających ryzyko kredytu kupieckiego, ubezpieczenie odgrywa coraz bardziej znaczącą rolę. Instrument ten charakteryzuje się między innymi następującymi cechami:

- ma charakter osobowy, co oznacza, iż stanowi zabezpieczenie na majątku gwaranta (w tym przypadku jest nim ubezpieczyciel);
- inicjatorem powstania zabezpieczenia jest wierzyciel (udzielający kredytu kupieckiego), który – w przeciwieństwie np. do gwarancji bankowej – samodzielnie pokrywa koszty zabezpieczenia (opłacając składkę ubezpieczeniową);
- poziom wykorzystania ubezpieczenia jako instrumentu zabezpieczenia kredytu kupieckiego zależy w znacznym stopniu od czynników o charakterze instytucjonalnym, to znaczy jest uzależniony od poziomu rozwoju rynku ubezpieczeniowego w danym kraju;
- wykorzystanie ubezpieczenia jest różne w zależności od segmentu rynku wierzytelności kupieckich – szczególnie ważne jest stosowanie ubezpieczenia w transakcjach o dużej skali, a także w kontraktach eksportowo-importowych;

⁹⁹ M. Jaworski, *Ubezpieczenia finansowe – coraz szersza oferta*, Gazeta Prawna 2002, nr 35.

Schemat 3.1. Podstawowe formy zabezpieczenia kredytu kupieckiego



Źródło: Opracowanie własne.

- gwarantem (podobnie jak w przypadku gwarancji bankowej) jest instytucja zaufania publicznego, co powoduje, iż ta forma zabezpieczenia należy do najpewniejszych instrumentów zabezpieczających kredyt kupiecki;
- w przeciwieństwie do wielu innych instrumentów zabezpieczenia kredytu kupieckiego, ubezpieczenie pozwala na szybkie, tanie i mało kłopotliwe odzyskanie zaangażowanych w kredyt kupiecki środków finansowych (brak konieczności sądowego dochodzenia należności czy prowadzenia postępowania egzekucyjnego).

Poziom ryzyka wynikający z kredytu kupieckiego jest w znacznej mierze uwarunkowany czynnikami o charakterze ogólnym. Do najważniejszych z tych czynników należą:

- ogólny poziom zagrożenia bankructwem podmiotów gospodarczych (mierzony ilością i dynamiką upadłości w skali danego kraju),
- istnienie i efektywność procedur prawnych związanych z polityką kredytową (np. procedur upadłościowych),
- efektywność systemu sądownictwa gospodarczego (mierzony np. przeciętną długością procesu sądowego, w sprawach o odzyskanie długów),
- przeważającymi na rynku metodami płatności zobowiązań gospodarczych,
- poziomem rozwoju rynku finansowego w danym kraju.

Ponieważ czynniki te determinują w pewnym zakresie także zestaw stosowanych narzędzi zabezpieczania się przed ryzykiem kupieckim, interesujące może się okazać porównanie tych podstawowych parametrów w kilku wybranych krajach. Zaprezentowano je w tabeli 3.1.

Przedstawione w tabeli 3.1 dane pozwalają wyciągnąć kilka wniosków o polityce kredytowej prowadzonej w Polsce (na tle innych krajów), która charakteryzuje się:

Tabela 3.1. Podstawowe dane związane z polityką kredytową w wybranych państwach OECD

Kraj	USA	Francja	Niemcy	Wielka Brytania	Czechy	Polska	Węgry
Ilość bankructw w roku 2004	35200	42250	39200	12000	4000	1100	b.d. (ok. 2% firm)
Wzrost/spadek ilości bankructw (2004/2003)	+ 0,5 %	+ 1,5 %	- 0,3 %	- 14,0 %	b.d.	+ 1,3 %	b.d.
Wskaźnik wiarygodności kredytowej państwa (1-100), miejsce w ratingu	92 (miejsce 4)	92 (miejsce 7)	91 (miejsce 10)	92 (miejsce 6)	68 (miejsce 32)	66 (miejsce 41)	66 (miejsce 41)
Stosowane metody płatności: czeki: weksle: transfery bankowe:	częste rzadkie powszechne	częste częste częste	rzadkie rzadkie powszechne	częste rzadkie powszechne	rzadkie rzadkie powszechne	rzadkie rzadkie powszechne	rzadkie rzadkie powszechne
Średni okres trwania procesu o odzyskanie długu	250 dni	75 dni	184 dni	288 dni	300 dni	980 dni	365 dni
Długość trwania procesu o odzyskanie długu w stosunku do średniej OECD	109 %	33 %	80 %	26 %	131 %	422 %	157 %
Długość trwania procedury likwidacyjnej (w latach)	3,0	1,9	1,2	1,0	9,2	1,4	2,0
Długość trwania procedury likwidacyjnej w stosunku do średniej krajów OECD	176 %	112 %	71 %	59 %	541 %	93 %	118 %

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów analitycznych firmy ATRADIUS z serii: *Protecting your credit sales. Country Reports 2005*, www.atradius.com

- rosnącą ilością zarejestrowanych bankructw podmiotów gospodarczych,
- przewlekłą procedurą sądową w zakresie odzyskiwania długów,
- dominacją przelewów bankowych w obrocie gospodarczym (przy jednoczesnym rzadkim wykorzystywaniu w rozliczeniach czeków i weksli),
- stosunkowo sprawną procedurą likwidacyjną.

Przedstawione powyżej cechy systemu (zwłaszcza niewydatne procedury sądowe odzyskiwania długów, niewielkie wykorzystanie weksla jako instrumentu rozliczenia transakcji handlowych) preferują te instrumenty zabezpieczenia kredytów kupieckich, które pozwalają unikać przewlekłego postępowania sądowego. Do takich instrumentów należy także ubezpieczenie wierzytelności.

Ponadto, warto zwrócić uwagę na fakt, iż coraz ważniejszą kwestią we współczesnej gospodarce rynkowej, staje się umiejętne dobranie takich instrumentów polityki kredytowej, które będą nie tylko skutecznie zabezpieczać, ale również wspomagać proces sprzedaży przedsiębiorstwa na warunkach kredytu kupieckiego. Specyfika działalności ubezpieczeniowej oraz ubezpieczenia finansowe, w połączeniu z innymi usługami, mogą stanowić takie właśnie rozwiązanie.

3.2. Istota i ryzyko kredytu kupieckiego

Poszukując w literaturze definicji kredytu kupieckiego, spotkać można różne nadawane mu znaczenia. Przykładowo może on być pojmowany jako odroczenie wykonania zobowiązania, udzielone przez wierzyciela odpłatnie lub nieodpłatnie. Niekiedy pojęcie kredytu kupieckiego jest rozumiane jako udzielenie pożyczki pomiędzy przedsiębiorstwami („kupcami”)¹⁰⁰. W sensie prawnym może on być rozumiany jako udzielenie przez wierzyciela zgody na późniejsze wykonanie zobowiązania i w tym rozumieniu kredyt kupiecki może mieć postać:¹⁰¹

- odroczenia zapłaty za zgodą wierzyciela już po zawarciu umowy, na mocy odrębnej czynności prawnej lub,
- zgody wierzyciela na wykonanie zobowiązania w terminie odbiegającym od zwyczajowo przyjętego – stanowiącej część umowy w momencie jej zawierania.

W sensie marketingowym kredyt kupiecki jest najbardziej istotnym elementem gry przedsiębiorstw na rynku¹⁰². Reasumując zauważa się, iż poszczególne definicje

¹⁰⁰ W tym znaczeniu kredyt kupiecki został przykładowo ujęty w wyroku NSA z 13 lipca 1995 roku (sygn. Akt S.A./Sz 482/95), [w:] Z. Huszcz, *Kredyt kupiecki w podatku dochodowym*, Serwis Finansowo-Księgowy nr 31(329), 2001, s. 5.

¹⁰¹ Z. Huszcz, *Kredyt kupiecki w podatku...*, *op.cit.*, s. 5.

¹⁰² J. Pieniak, *Kredyt kupiecki*, Marketing w praktyce 1998, nr 6(22), s. 39.

w zależności od prezentowanego aspektu uwypuklają inną cechę kredytu kupieckiego. Przedsiębiorstwo w praktyce gospodarczej występuje w podwójnej roli. Z jednej strony, wykorzystuje kredyt dostawcy jako samoczynne źródło finansowania, z drugiej strony, udziela kredytu kupieckiego swoim odbiorcom. Często kredyt kupiecki może być wykorzystywany podwójnie, gdyż dzięki zakupom na kredyt przedsiębiorstwo może sprzedawać na kredyt własnym odbiorcom.

Podstawowym zadaniem w zakresie polityki kredytowej jest znalezienie równowagi pomiędzy kosztami udzielenia kredytu kupieckiego a kosztami odmowy jego udzielenia¹⁰³.

W tym aspekcie, szczególne znaczenie ma problem kosztu kredytu kupieckiego. Prezentuje się bowiem w literaturze niemieckiej pogląd, iż kredyt dostawcy jest uznawany za najdroższą formę kredytowania i finansowania przedsiębiorstwa¹⁰⁴. Kosztem kredytu kupieckiego jest koszt nieskorzystania z opustu i dokonanie zapłaty w pełnej wysokości w późniejszym terminie. Automatyzm kredytu kupieckiego w transakcjach między przedsiębiorstwami powoduje jednak, że firmy często nie szacują kosztów z nim związanych oraz nie dokonują rachunku opłacalności tej formy finansowania działalności. Ponieważ warunki kredytu kupieckiego są obecnie w Polsce bardzo zróżnicowane, a postać kredytu kupieckiego na warunkach skonta występuje stosunkowo rzadko, jest on bardzo dogodnym i atrakcyjnym źródłem finansowania¹⁰⁵. Nadmienić warto, że przy podejmowaniu decyzji o udzieleniu kredytu kupieckiego należy uwzględnić także szacunkowy wzrost kosztów, który jest wynikiem wzrostu sprzedaży.

Podsumowując, zalety z udzielania kredytu kupieckiego można uporządkować następująco:

- pozwala zachować udział w rynku oraz „utrzymać” klientów,
- umożliwia zwiększenie wolumenu sprzedaży,
- jest efektem konkurencji na rynku,
- jest on instrumentem polityki finansowania odbiorcy,
- ułatwia płacenie za towary i usługi dostarczone przez przedsiębiorstwo.

Ubezpieczenie umożliwia także obniżenie rezerw, utworzonych na należności przeterminowane, dzięki czemu wyniki firmy (prezentowane w sprawozdaniach finansowych) ulegają poprawie.

Występowanie kredytu kupieckiego w transakcjach między przedsiębiorstwami pociąga za sobą konieczność prowadzenia odpowiedniej polityki kredytowej wobec

¹⁰³ E.J. McLaney, *Business Finance. Theory and Practice*, Pitman Publishing, 1997, s. 319.

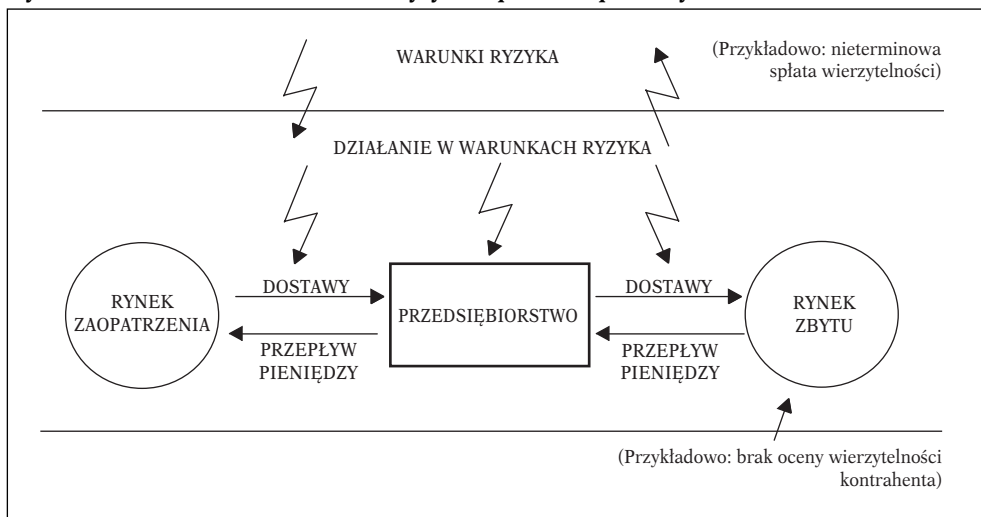
¹⁰⁴ D. Schneider, *Investition, Finanzierung und Besteuerung*, 7 vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage. Gabler, Wiesbaden, 1992, s. 93.

¹⁰⁵ J. Kubiak, *Znaczenie kredytu kupieckiego w strukturze źródeł finansowania małych przedsiębiorstw Polsce w latach 1995-2000*, [w:] *Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec wyzwań współczesności*, t. II., K. Znaniecka (red.), Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2002, s. 146.

odbiorców. Pozwala ona na świadome zarządzanie ryzykiem kredytowym związanym z odroczoną zapłatą za dostarczone towary lub świadczone usługi.

Ryzyko kredytu kupieckiego można zdefiniować jako brak dobrej woli lub możliwości (przykładowo na skutek wpływu czynników zewnętrznych) terminowej spłaty długu, bądź w ogóle nieuregulowanie płatności przez kontrahenta (kontrahentów), co następnie implikuje określone skutki finansowe dla przedsiębiorstwa, będącego dawcą kredytu kupieckiego. W sposób schematyczny miejsce ryzyka kredytowego w procesie sprzedaży przedstawiono na rysunku 3.1.

Rysunek 3.1. Działanie w warunkach ryzyka w procesie sprzedaży



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: L. Müller-Lutz, S. Heinz, R. Schmidt, *Allgemeine Versicherungslehre. Versicherungsenzyklopädie, Band I*, Gabler, Wiesbaden 1991, s. 537.

W szczególności o znacznym ryzyku kredytowym świadczy wysoki poziom należności z tytułu dostaw i usług, stanowiących wierzytelności handlowe udzielonego kredytu kupieckiego. W teorii ubezpieczeniowej ryzyko kredytowe materializuje się wówczas, gdy ubezpieczający nie otrzymuje płatności będącej konsekwencją zaistnienia jednego ze zdarzeń zaliczonego do ryzyka handlowego lub niehandlowego przez okres trzech miesięcy od ustalonego terminu¹⁰⁶.

Działalność handlowa przedsiębiorstwa nie musi się ograniczać do rynku krajowego. Aktywność w handlu na rynku międzynarodowym oraz współpraca z partnerem z zagranicy łączy się z problemem prawidłowej oceny ryzyka transakcji, jak i ryzykiem kraju, w którym prowadzi działalność. Ryzyko szkody poniesione przez eksportera w wyniku niemożności wykonania kontraktu eksportowego przez kontrahen-

¹⁰⁶ J. Kukielka, D. Poniewierka, *Ubezpieczenia finansowe*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz-Warszawa 2003, s. 406.

ta zagranicznego jest następstwem zdarzeń określonych jako ryzyko niehandlowe. Do ryzyka niehandlowego zalicza się więc: ryzyko polityczne, ryzyko katastrofalne, ryzyko przewlekłej zwłoki w wykonaniu zobowiązań płatniczych przez zagranicznego dłużnika publicznego (tj. taki podmiot, do którego nie mają zastosowania przepisy prawa upadłościowego, obowiązujące w kraju dłużnika). W literaturze (według T.H. Bednarczyk) do ryzyka niehandlowego zalicza się również ryzyko kursowe¹⁰⁷.

Ryzyko polityczne obejmuje:¹⁰⁸

- ogłoszenie powszechnego moratorium płatniczego przez rząd państwa dłużnika lub państwa uczestniczącego w regulowaniu należności;
- wydanie lub zmianę aktów prawnych lub decyzji rządu, bądź innego organu państwowego, państwa dłużnika lub państwa trzeciego, które uczestniczy w realizacji kontraktu;
- wprowadzenie zakazu transferu należności w walucie płatności lub zakazu wymiany waluty narodowej na walutę płatności;
- odmowę wykonania zapłaty z przyczyn niezwiązanych z wykonaniem kontraktu, gdy dłużnikiem jest państwo, dłużnik publiczny lub inny dłużnik, za którego poręczyło państwo;
- przepisy prawne lub decyzje w zakresie handlu zagranicznego, które uniemożliwiają realizację kontraktu lub świadczenie usług;
- wybuch poza granicami działań wojennych, powstania, rewolucji, zamieszek, przewlekłych masowych strajków;
- ogłoszenie aktów nacjonalizacji.

Szczególnym rodzajem ryzyka politycznego może być ryzyko aktów terroru.

Ryzyko katastrofalne dotyczy klęsk żywiołowych, takich jak: trzęsienie ziemi, wybuch wulkanu, cyklon, tajfun, powódź, pożar o rozmiarach katastrofy, itp., których następstwem jest zniszczenie bądź utrata towaru. Jest to ryzyko katastrof naturalnych, obok którego wyróżnić należy ryzyko katastrof technicznych. Wyszczególnić tu można przykładowo zdarzenia, takie jak: skażenie radioaktywne, inne formy działania energii jądrowej, upadek statku powietrznego.

Ryzyko przewlekłej zwłoki oznacza opóźnienie w zapłacie przez kontrahenta zagranicznego, wynoszące, co najmniej dwa miesiące od upływu ustalonego w kontrakcie terminu płatności.

Ryzyko kursowe obejmuje straty wynikłe w przypadku zmiany kursu waluty transakcji w stosunku do waluty krajowej.

¹⁰⁷ T.H. Bednarczyk, *Instrumenty wspierania eksportu. Kredyty i ubezpieczenia*, PWN, Warszawa 2000, s. 54.

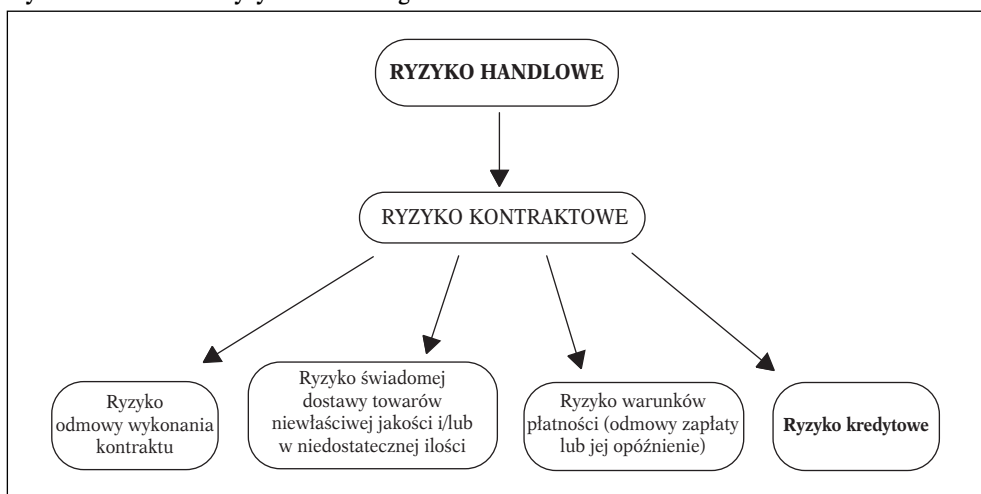
¹⁰⁸ M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością...*, op. cit., s. 213.

J. Monkiewicz wyróżnia również w ramach ryzyka niehandlowego ryzyko specyficzne, które jest trudne do zdefiniowania, występujące jednak w praktyce gospodarczej. Przykładowo zaliczyć można tutaj ryzyko nieuczciwości klientów, czy postępowania niezgodnie z ustalonymi zasadami, czego efektem są próby wyłudzenia odszkodowania¹⁰⁹.

Z kolei ryzyko handlowe (gospodarcze) jest to zazwyczaj ryzyko wynikające z prowadzonej działalności w normalnych warunkach gospodarczych, dotyczące głównie niewypłacalności danego podmiotu.

Zakres ryzyka handlowego według R. Blajer jest szerszy i obejmuje wyszczególnione poniżej ryzyka (rysunek 3.2).

Rysunek 3.2. Zakres ryzyka handlowego



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: R. Blajer, *Gwarancje bankowe i ubezpieczeniowe w obrocie międzynarodowym*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 9.

Wyjaśnić należy, iż wymienione ryzyka opisują całościowo ryzyko handlowe. Zakłady ubezpieczeń dla potrzeb ubezpieczenia definiują własne pojmowanie ryzyka handlowego, które obejmuje zdarzenia będące przedmiotem ubezpieczenia. Możliwe do asekuracji ryzyka obejmowane ochroną ubezpieczeniową można podzielić w sposób następujący:

- Ryzyko handlowe, które obejmuje:
 - prawnie stwierdzoną niewypłacalność,
 - faktyczną niewypłacalność odbiorcy, rozumianą zarówno jako utrata płynności, jak i trwała niewypłacalność,

¹⁰⁹ Podstawy ubezpieczeń. T. II. Produkty, J. Monkiewicz (red.), Poltext, Warszawa 2002, s. 288.

- domniemaną niewypłacalność odbiorcy,
- dezaprobatę na przyjęcie przez odbiorcę (importera) dostarczonych zgodnie z warunkami umowy towarów lub usług, przy czym nieprzyjęcie to nie może wynikać z winy dostawcy.
- Ryzyko niehandlowe¹¹⁰, które obejmuje:
 - ryzyko polityczne,
 - ryzyko katastrofalne,
 - ryzyko kursowe,
 - ryzyko specyficzne.
- Ryzyko nierynkowe.

W ramach ryzyka nierynkowego ochroną ubezpieczeniową objęte mogą być należności przedsiębiorców wynikające z eksportu krajowych towarów lub usług do wszystkich krajów o dużym stopniu ryzyka poza: Australią, Austrią, Belgią, Danią, Finlandią, Francją, Grecją, Hiszpanią, Holandią, Irlandią, Islandią, Japonią, Kanadą, Luksemburgiem, Niemcami, Norwegią, Nową Zelandią, Portugalią, Stanami Zjednoczonymi, Szwajcarią, Szwecją, Wielką Brytanią, Włochami¹¹¹. Celem ubezpieczenia obejmującego zakresem ochrony ryzyko nierynkowe jest wspieranie przedsiębiorców prowadzących lub zamierzających rozpocząć eksport polskich towarów i usług do krajów o dużym stopniu ryzyka, zwłaszcza na rynki wschodnie, jeżeli kontrakt został zawarty na warunkach kredytu poniżej dwóch lat.

Reasumując, w obrocie gospodarczym istnieją różne metody zabezpieczania ryzyka związanego z polityką kredytowania odbiorców. Zachodni przedsiębiorcy najczęściej rekompensują sobie ryzyko takich transakcji przez wykup ubezpieczeń, sprzedaż należności bankom albo faktoring. Istotną rolę odgrywa także właściwe zarządzanie ryzykiem kredytowym, a wybór metody zabezpieczenia ryzyka jest elementem tego procesu.

3.3. Istota i miejsce ubezpieczeń finansowych w polityce kredytu kupieckiego

Ubezpieczenia finansowe w gospodarce rynkowej stanowią swoistą asekurację zarządzania finansami. Stanowią one segment ubezpieczeń gospodarczych stosunkowo nowy na rynku finansowym w Polsce, zaczęły bowiem funkcjonować realnie dopiero

¹¹⁰ Ubezpieczenie od ryzyka niehandlowego dokonywane jest na rachunek lub przy wsparciu Skarbu Państwa. Drogę do tego typu realnego wspierania eksportu otworzyła ustawa o gwarantowanych przez Skarb Państwa ubezpieczeniach eksportowych z 7 lipca 1994 roku, (Tekst jednolity: Dz.U. 2001, Nr 59, poz. 609).

¹¹¹ Ogólne warunki gwarantowanych przez Skarb Państwa ubezpieczeń kontraktów eksportowych (kredyt krótkoterminowy poniżej dwóch lat); KUK SA.

na początku lat 90., kiedy wraz ze zmianami gospodarczymi pojawiła się potrzeba zabezpieczenia transakcji rynkowych.

Ubezpieczenia finansowe w praktyce gospodarczej są określane jako instrumenty, które służą do wspierania przedsiębiorców przed niewypłacalnością drugiej strony umowy (kontraktu) i możliwością wystąpienia szkody u podmiotów ubezpieczonych. Ubezpieczenia finansowe pozwalają ograniczyć ryzyko przedsiębiorstw poprzez łagodzenie skutków niewypłacalności kontrahentów, będących następstwem wahań ekonomicznych i koniunkturalnych w gospodarce¹¹². Inaczej, w aspekcie prowadzonych już w opracowaniu rozważań na temat ryzyka kredytowego, pojęcie to można zdefiniować jako instrument asekuracji, zabezpieczający określone podmioty przed skutkami wystąpienia ryzyka (handlowego, niehandlowego) zdefiniowanego w umowie ubezpieczenia.

Podstawy prawne ubezpieczeń finansowych w Polsce uregulowane są w ustawie z 16 lipca 2003 roku o działalności ubezpieczeniowej (Dz.U. 2003, Nr 124, poz. 1151 z późniejszymi zmianami). Ubezpieczenia finansowe według załącznika do ustawy, zaliczane są do działu II, ubezpieczeń gospodarczych i obejmują następujące grupy:

- Grupę 14, czyli ubezpieczenie kredytu, w tym ubezpieczenie:
 - ogólnej niewypłacalności,
 - kredytu eksportowego,
 - spłaty rat,
 - kredytu hipotecznego,
 - kredytu rolniczego.
- Grupę 15, czyli gwarancję ubezpieczeniową, w tym:
 - gwarancję bezpośrednią,
 - gwarancję pośrednią.

Poszukując jednak produktów ubezpieczeń finansowych wspierających finansowanie przedsiębiorstw kredytem kupieckim można wyróżnić:

- ubezpieczenie należności krajowych,
- ubezpieczenie należności zagranicznych,
- gwarancje zapłaty wierzytelności handlowych,
- ubezpieczenie należności wynikających ze sprzedaży ratalnej,
- ubezpieczenie należności faktoringowych.

Ubezpieczenia finansowe wspierające politykę kredytową przedsiębiorstwa mogą spełniać różne funkcje. Może to być:

¹¹² Takie podejście prezentuje: P. Koch, W. Weiss, *Versicherungsllexiko*, Gabler, Wiesbaden 1994, s. 501.

- funkcja prewencyjna, mająca na celu ograniczenie ryzyka kredytowego, poprzez jego ubezpieczenie;
- funkcja stymulacyjna, przejawiająca się przede wszystkim w promocji sprzedaży na warunkach kredytowych, w transakcjach krajowych i zagranicznych. Pozwala podnieść wiarygodność kontrahentów, których wierzytelności są ubezpieczone;
- funkcja kompensacyjna, umożliwiająca pokrycie strat ubezpieczonego przedsiębiorstwa, będącego dawcą kredytu kupieckiego, w wyniku zdarzeń objętych ubezpieczeniem. Ta funkcja ma przede wszystkim na celu zapobieganie kumulacji ryzyka;
- funkcja usługowa, której realizacja wyraża się w udzielanej ubezpieczonemu pomocy w zakresie podejmowania środków prawnych i ekonomicznych wobec kredytobiorców.

3.4. Specyfika ubezpieczeń finansowych

Cechami wyróżniającymi ubezpieczenia finansowe spośród innych produktów ubezpieczeniowych są:

- ryzyko będące przedmiotem ubezpieczeń finansowych mające swoje źródło w złożonych procesach ekonomicznych i politycznych;
- występująca silna zależność tych ubezpieczeń od wahań ekonomicznych i koniunkturalnych;
- estymacja (szacowanie ryzyka) o charakterze indywidualnym. Ocena ryzyka w tej grupie produktów jest wieloetapowa, bo dotyczy określonego podmiotu i określonych transakcji finansowych. Sekwencja oceny ryzyka rozpoczyna się z reguły od oceny jakości przedsiębiorstwa, (której celem jest ocena pozycji firmy na rynku), następnie przeprowadza się analizę ekonomiczno-finansową i ocenę zabezpieczeń;
- ubezpieczenia nie mające charakteru standardowego, gdyż każda umowa ma charakter jednostkowy – bardzo często występuje konieczność negocjowania treści umowy, w celu dostosowania jej do potrzeb wnioskodawcy (klienta). Treść umowy uwzględnia wyniki przeprowadzonej analizy ryzyka, a zakres odpowiedzialności jest możliwy do przyjęcia przez ubezpieczyciela;
- zazwyczaj, brak w tej grupie ubezpieczeń taryfy składek. Cena za to ubezpieczenie jest ustalana indywidualnie w zależności od oceny przyjmowanego przez zakład ubezpieczeń ryzyka, przykładowo: długości ochrony ubezpieczeniowej, jej zakresu, rodzaju ubezpieczanej transakcji itp.;
- wysoki stopień trudności i złożoności procesu zawierania tych ubezpieczeń stawiający bardzo wysokie wymagania przed pracownikami zakładów ubezpie-

czeń. Analiza zgłoszonej potrzeby przez pracownika firmy ubezpieczeniowej nie jest zadaniem łatwym. Niezbędne jest tu doświadczenie ubezpieczeniowe, a zwłaszcza umiejętność oceny ryzyka, do czego potrzebne jest pewne *kwantum* wiedzy z zakresu: statystyki, analizy finansowej, finansów, prawa, marketingu, makroekonomii, budownictwa i innych nauk¹¹³. Warunkiem właściwego prowadzenia ubezpieczeń finansowych jest również stały dostęp do informacji¹¹⁴;

- stały monitoring ryzyka – w czasie trwania umowy ubezpieczyciel przez cały czas zarządza ryzykiem, tzn. przeprowadza stałą kontrolę ryzyka i reaguje na jego zmiany w zakresie kondycji finansowej klienta, jak i ubezpieczanych umów. Obok ochrony ubezpieczeniowej cechą charakterystyczną dla ubezpieczycieli kredytu jest oferowanie usług serwisowych, takich jak: dostęp do fachowej informacji, nadzór nad pozostałymi odbiorcami kredytowymi przedsiębiorstwa czy windykacja należności;
- zasadą jest przyjmowanie prawnych zabezpieczeń ewentualnego regresu i windykacji wypłaconych odszkodowań. Stopień regresowania wypłaconych odszkodowań w przypadku ubezpieczeń finansowych jest kilka, a nawet kilkunastokrotnie wyższy niż w przypadku pozostałych ubezpieczeń majątkowych¹¹⁵.

Reasumując, wyróżnione cechy najbardziej charakterystyczne dla ubezpieczeń finansowych wskazują, iż są one silnie powiązane z gospodarką rynkową, a szczególnie z sektorem finansowym.

3.5. Ubezpieczenie kredytu kupieckiego

Istota ubezpieczenia kredytu kupieckiego sprowadza się do tego, że zakład ubezpieczeń przejmuje część ryzyka związanego z nieotrzymaniem od określonych dłużników należności, w następstwie wystąpienia określonych w umowie ubezpieczenia zdarzeń – skutkiem czego jest wypłata ekwiwalentu za udzielony przez kredytodawcę kredyt kupiecki¹¹⁶. Przedmiotem ubezpieczenia kredytu kupieckiego są przysługujące ubezpieczonemu (kredytodawcy) bezsporne należności z tytułu udzielonych kredytów kupieckich, które powstały według wystawionych przez kredytodawcę faktur w okresie ubezpieczenia, niezapłacone w terminach i kwotach okre-

¹¹³ W analizie ryzyka potrzebny jest też zdrowy rozsądek, a niekiedy przysłowiowy „nos”, [w:] E. Stroiński, *Nowe podejście do oceny ryzyka kredytowego*, Wiadomości ubezpieczeniowe 1989, nr 2, s. 3.

¹¹⁴ Szerzej na ten temat w: O. Kayser, *Großkreditversicherungen für Kreditinstitute. Die Übertragung des Rückversicherungskonzepts auf die Deckung bankwirtschaftlicher Kredit – und Großkreditrisiken*, Heft 31, Verlag Versicherungswirtschaft, Karlsruhe 1986, s. 67.

¹¹⁵ J. Kukielka, D. Poniewierka, *Ubezpieczenia finansowe...*, op. cit, s. 42.

¹¹⁶ M. Szczepańska-Bębenek, *Ubezpieczenie kredytu kupieckiego*, Przegląd Ubezpieczeń Społecznych i Zdrowotnych 2002, nr 6, s. 34.

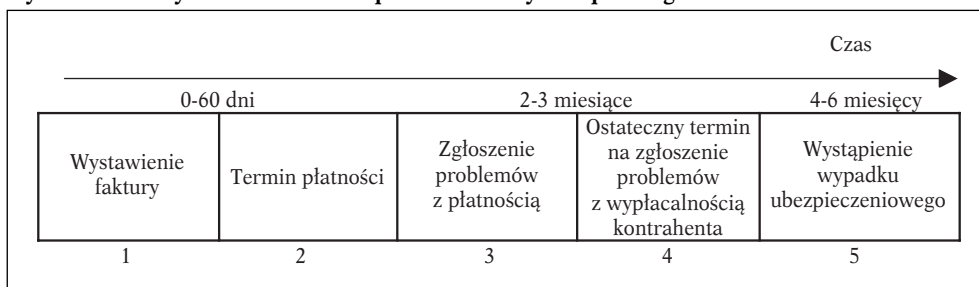
ślonych w fakturach¹¹⁷. Tak, więc dostawca zabezpiecza się na wypadek strat poniesionych z tytułu niewypłacalności swoich odbiorców. Odbiorcami towarów lub usług są przedsiębiorcy mający siedzibę w Polsce.

Przedmiotem ubezpieczenia kredytu kupieckiego zazwyczaj nie są obejmowane: odsetki, kary umowne, opłaty manipulacyjne, koszty powstałe wskutek reklamacji dotyczące wad lub innych zarzutów ze strony dłużnika oraz inne należności dodatkowe.

Ubezpieczenie kredytu kupieckiego może być zawarte w formie umowy z wierzycielem lub dłużnikiem. Umowa z wierzycielem (kredytodawcą) jest zawierana pomiędzy zakładem ubezpieczeń i wierzycielem, czyli tą stroną kontraktu, która ponosi ryzyko. Wierzyciel jest jednocześnie ubezpieczającym i ubezpieczonym. Nie występuje tu bezpośrednie powiązanie pomiędzy zakładem ubezpieczeń i dłużnikiem czy dłużnikami. Umowa z dłużnikiem (odbiorcą) jest zawierana pomiędzy zakładem ubezpieczeń i dłużnikiem, czyli tą stroną kontraktu, która stwarza ryzyko. Ubezpieczającym jest dłużnik, który ubezpiecza kredytodawcę od ryzyka swojej niewypłacalności, ubezpieczonym wierzyciel, na rzecz którego ubezpieczyciel wypłaca odszkodowanie.

Schemat funkcjonowania ubezpieczenia kredytu kupieckiego można przedstawić uwzględniając czynnik czasu¹¹⁸. Graficznie zaprezentowano to na rysunku 3.3.

Rysunek 3.3. Czynnik czasu w ubezpieczeniu kredytu kupieckiego



Źródło: Opracowanie własne.

Przedsiębiorstwo (dawca kredytu kupieckiego) ustala z odbiorcą, termin płatności (z reguły w ogólnych warunkach ubezpieczenia określa się górną granicę odroczenia płatności, przykładowo nie więcej niż cztery miesiące). Następnie, w okresie po ostatecznym terminie płatności, należy informować na bieżąco ubezpieczyciela o problemach z odzyskaniem wierzytelności. Po upływie 6 miesięcy od terminu płatności wyznaczonego przez dostawcę – ubezpieczonego pojawiają się przesłanki wypadku ubezpieczeniowego.

¹¹⁷ *Ubezpieczenia gospodarcze*, T. Sangowski (red.), Poltext, Warszawa 2001, s. 241.

¹¹⁸ Problematykę porusza także: W. Pawłowska, *Ubezpieczamy kredyt kupiecki*, Gazeta Ubezpieczeniowa nr 41(236), 2003, s. 29.

Umowa ubezpieczenia kredytu kupieckiego może przyjmować postać umowy na warunkach polisy obrotowej, obejmującej zakresem ochrony wszystkie umowy sprzedaży zawierane przez ubezpieczającego w okresie ubezpieczenia ze wszystkimi dłużnikami, dla których został ustalony limit kredytowy. Umowa ubezpieczenia kredytu kupieckiego może dotyczyć również pojedynczej transakcji, obejmującej udzielony przez ubezpieczającego kredyt kupiecki, z tytułu jednej lub więcej umów sprzedaży zawartych w okresie ubezpieczenia z jednym dłużnikiem, dla którego ustalono limit kredytowy. Ubezpieczenie kredytu kupieckiego ma zatem dwie podstawowe formy. W pierwszym przypadku kredytodawca (ubezpieczający) zawiera umowę na swoją rzecz, obejmując ubezpieczeniem należności przysługujące mu od wszystkich, bądź części kontrahentów. Ubezpieczający się, dostawca i ubezpieczyciel określają wspólnie, przed zawarciem umowy ubezpieczenia, w jakim zakresie portfel kredytowy jest przeznaczony do ubezpieczenia. W drugim wariantcie kredytodawca (ubezpieczający) zawiera umowę na swoją rzecz, jednak ubezpieczeniu podlegają należności przysługujące od jednego kupującego. W praktyce wyróżnia się także ubezpieczenie kredytu typu zbiorowego, które pokrywa cały obrót kredytowy kredytodawcy. Polisa w ubezpieczeniu zbiorowym nosi nazwę polisy globalnej, a jej charakterystyczną cechą jest ograniczenie swobody i zaufania do odbiorcy¹¹⁹.

Ubezpieczenie kredytu sprowadza się do trzech obszarów działania:

- indywidualnej oceny sytuacji finansowej potencjalnych dłużników oraz procedur kredytowych stosowanych przez dostawców,
- w przypadku zajścia szkody wypłaty odszkodowań za poniesione straty,
- odzyskania ubezpieczonej wierzytelności.

Natomiast na każdy proces funkcjonowania umowy ubezpieczenia kredytu kupieckiego składają się cztery etapy:

- wniosek dostawcy o ubezpieczenie oraz ocena ryzyka,
- ustalenie warunków i zawieranie umowy ubezpieczeniowej,
- wykonanie umowy ubezpieczeniowej,
- postępowanie regresowe.

3.6. Ubezpieczenie kredytu eksportowego

Ubezpieczenia kredytów eksportowych są uznawane na całym świecie za główny element polityki promocji eksportu oraz za najbardziej sprawdzoną i uznaną formę ograniczania ryzyka.

¹¹⁹ J. Lisowski, *Techniczne aspekty prowadzenia ubezpieczenia kredytu*, [w:] „Finanse, banki i ubezpieczenia w Polsce u progu XXI wieku”, Tom III Ubezpieczenia, Poznań 2000, s. 188.

Rynek ubezpieczeń kredytów eksportowych został podzielony na rynek prywatny oraz rynek publiczny. Na rynku prywatnym ubezpieczane są z reguły kredyty krótkoterminowe (do 180 dni), głównie lub wyłącznie od ryzyka handlowego. Natomiast rynek publiczny tworzą przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe działające w oparciu o kapitał państwowy lub współdziałające z kapitałem państwowym. Ubezpieczają one ryzyko niehandlowe lub średnio- i długoterminowe ryzyko handlowe¹²⁰. Podejmując próbę zdefiniowania pojęcia ubezpieczenie kredytu eksportowego, można posłużyć się definicją A. Olszewskiego, który określa je jako pewien system, w ramach którego ubezpieczyciel zapewnia ubezpieczającego (kredytodawcę), że pokryje jego wierzytelność zagraniczną, w przypadku gdyby tego nie mógł uczynić dłużnik zagraniczny (kredytobiorca) z powodu przypadkowych okoliczności zaistniałych w czasie realizacji kontraktu¹²¹. Przypadkowe okoliczności, którymi posługuje się w definicji A. Olszewski, zastąpić można zdarzeniami wywołującymi szkodę, zdefiniowanymi w ogólnych warunkach ubezpieczenia.

Ubezpieczenie eksportowe może dotyczyć: kredytów eksportowych, kontraktów eksportowych, inwestycji bezpośrednich za granicą oraz kosztów poszukiwania zagranicznych rynków zbytu¹²².

Celem ubezpieczeń eksportowych jest w przypadku ubezpieczenia:

- kredytów eksportowych – ochrona jednostek finansujących na wypadek strat poniesionych w związku z finansowaniem transakcji eksportowych, jeżeli są one następstwem ryzyka handlowego oraz ryzyka politycznego;
- kontraktów eksportowych – ochrona krajowych przedsiębiorstw na wypadek strat poniesionych w związku z realizacją kontraktu eksportowego, przed wysyłką towarów, bądź realizacją usługi (ryzyko produkcji¹²³) oraz po wysyłce towarów bądź realizacji usługi (ryzyko kredytu), jeżeli są one następstwem ryzyka handlowego i politycznego;

¹²⁰ T.H. Bednarczyk, *Instrumenty wspierania...*, op.cit., s. 59.

¹²¹ A. Olszewski, *Ubezpieczenie kredytów eksportowych na tle zasad kredytowania i finansowania transakcji eksportowych*, TuiR Warta SA, Warszawa 1974, s. 32.

¹²² Artykuł 1.1. pkt 2, Ustawy o gwarantowanych przez skarb państwa ubezpieczeniach eksportowych, [Tekst jednolity: Dz.U. 2001, Nr 59, poz. 609], J. Kukielka, dokonując klasyfikacji ubezpieczeń eksportowych zalicza do nich następujące rodzaje ubezpieczeń: kredytu kupieckiego, kredytu bankowego, spłaty rat leasingowych, należności faktoringowych, inwestycji zagranicznych inwestora krajowego od ryzyka handlowego i politycznego, ryzyka badania nowych rynków zbytu na wypadek uniemożliwienia lub przerwania prac badawczych przez wypadki polityczne lub gospodarcze, uczestnictwa w targach i wystawach zagranicznych od ryzyka niehandlowego, towarów złożonych w zagranicznych składach celnych lub konsygnacyjnych od ryzyka niehandlowego, gwarancji bankowych, bankowych nieodwołalnych akredytyw dokumentowych, wzrostu kosztów produkcji ponad określony poziom; źródło: J. Kukielka, *Ubezpieczenie kredytu*, Olympus, Warszawa 1994, s. 31.

¹²³ Ryzyko produkcji związane jest z wykonaniem kontraktu w fazie produkcji i obejmuje szkody poniesione przez ubezpieczającego w wyniku niemożności wykonania kontraktu eksportowego. Zgodnie z Dyrektywą 98/29/WE strata wynika z produkcji będzie miała miejsce tylko wtedy, gdy wypełnienie zobowiązań wynikających z ubezpieczonego kontraktu zostanie zawieszone na okres 6 miesięcy i będzie następstwem zaistnienia przyczyn określonych jako ryzyko polityczne lub handlowe, [w:] A. Jaworska, *Zasady ubezpieczeń eksportowych w świetle zmian dokonanych nowelą z 16 listopada 2000 r.*, Prawo Asekuracyjne 2001, nr 2, s. 51.

- inwestycji bezpośrednich za granicą – ochrona krajowych przedsiębiorstw na wypadek strat poniesionych w związku z realizacją inwestycji bezpośrednich za granicą, jeżeli są one następstwem ryzyka politycznego;
- kosztów poszukiwania zagranicznych rynków zbytu – ochrona krajowych przedsiębiorców na wypadek uzasadnionych kosztów i wydatków poniesionych w związku z poszukiwaniem zagranicznych rynków zbytu.

Finansowanie eksportu może przyjmować postać: kredytu dla dostawcy lub kredytu dla nabywcy. Kredyt dla dostawcy jest kredytem bankowym udzielanym dostawcy, który z kolei udziela odbiorcy zagranicznemu kredytu w formie odroczonej zapłaty. Dostawca otrzymuje środki z dyskonta weksli ciągniętych na nabywcę i akceptowanych przez niego. Po otrzymaniu zapłaty od nabywcy dostawca wykupuje weksle od banku, spłacając tym samym zaciągnięty kredyt. W tym przypadku eksporter ma zapewnioną ochronę ubezpieczeniową przed ryzykiem niezwrócenia kosztów, które poniósł w związku z zawarciem kontraktu eksportowego. Przedmiotem tego ubezpieczenia są wierzytelności pieniężne przysługujące z tytułu kontraktów eksportowych na dostawy towarów lub wykonanie usług¹²⁴. Kredyt dla nabywcy udzielany jest przez bank. Eksporter prowadzi z importerem jedynie negocjacje handlowe, natomiast warunki finansowania kontraktu uzgadnia importer (lub jego bank) jedynie z bankiem eksportera. Środki kredytu przeznaczone dla importera trafiają bezpośrednio do eksportera. Polisa ubezpieczeniowa wystawiana jest na bank udzielający importerowi kredytu. Bank ubezpieczając kredyt zabezpiecza się przed niespłaceniem kwoty i odsetek od tego kredytu¹²⁵.

Reasumując, jednym z podstawowych elementów współczesnego rynku ubezpieczeń finansowych jest udział państwa w zakresie asekuracji kredytu eksportowego. Aktywny udział państwa na rynku ubezpieczeń kredytów eksportowych dyktowany jest przede wszystkim polityką proeksportową oraz potrzebą stymulowania rozwoju pożądaných dziedzin handlu zagranicznego. Działania te wyrażają się najczęściej we wspomaganie przez budżet państwa systemu finansowania eksportu i zabezpieczenia eksporterów przed ryzykiem kredytowym.

3.7. Gwarancja spłaty należności handlowych

Gwarancje handlowe (spłaty należności handlowych) mają zapewnić wierzycielowi (przykładowo przedsiębiorstwu) otrzymanie zapłaty za sprzedany towar lub wykonaną usługę.

¹²⁴ Zarządzanie ryzykiem w ubezpieczeniach, W. Ronka-Chmielowiec (red.), Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław 2000, s. 61.

¹²⁵ Ibidem, s. 61-62.

Gwarancje ubezpieczeniowe mogą jednak stanowić alternatywę dla umowy ubezpieczenia kredytu kupieckiego w transakcjach przeprowadzanych z jednym dłużnikiem. Gwarancje są formą zaostreżenia odpowiedzialności zakładu ubezpieczeń w stosunku do wierzyciela¹²⁶.

W przypadku gwarancji ubezpieczeniowej pojawia się relacja trójstronna, w której występują:

- zobowiązany – dłużnik, który jest zobligowany do przedstawienia gwarancji wykonania swego zobowiązania, jest on stroną umowy o wydanie gwarancji z zakładem ubezpieczeń;
- gwarant – zakład ubezpieczeń, który na podstawie zawartej z dłużnikiem umowy udziela gwarancji;
- beneficjent – wierzyciel, na rzecz, którego dłużnik ma wykonać zobowiązanie; jest on jednocześnie uprawnionym z gwarancji.

3.8. Ubezpieczenie należności wynikających ze sprzedaży ratalnej

Ubezpieczenie należności wynikających ze sprzedaży ratalnej obejmuje należne sprzedawcy wymagalne raty ceny towaru (w przypadku kredytowania przez bank równe ratom kredytu, ustalonym w umowie kredytowej), których płatenia zaprzestał kupujący. Jako zaprzestanie płatania rat ceny towaru najczęściej określa się niezapłacenie przez kupującego w ustalonym w umowie terminie, co najmniej dwóch kolejnych rat lub zaległość w zapłacie przekraczającą łącznie wysokość co najmniej dwóch rat, lub niezapłacenie ostatniej raty¹²⁷.

Definiując zakres odpowiedzialności, zakłady ubezpieczeń najczęściej podają (w treści ogólnych warunków ubezpieczenia), że do zdarzeń objętych ubezpieczeniem zalicza się¹²⁸: śmierć kupującego, niemożność ustalenia miejsca zamieszkania kupującego, utratę zdolności płatniczych (tzn. niewypłacalność kupującego). Niektóre zakłady ubezpieczeń nie precyzują powodów zaprzestania spłaty rat i uznają swoją odpowiedzialność niezależnie od przyczyn, z powodu których kupujący zaprzestał ich spłaty. Ubezpieczyciele nie odpowiadają za straty pośrednie sprzedawcy, kary umowne i odsetki za zwłokę w spłacie rat.

Umowa ubezpieczenia może być zawierana¹²⁹:

- ze sprzedawcą, który może być jednocześnie ubezpieczającym i ubezpieczonym, albo jedynie ubezpieczającym – ubezpieczenie na rzecz osoby (w tym przypadku na rzecz banku). W obydwu sytuacjach składkę opłaca sprzedawca;

¹²⁶ *Podstawy ubezpieczeń, tom II – produkty*, J. Monkiewicz (red.), Poltext, Warszawa 2002, s. 305.

¹²⁷ *Ubezpieczenia gospodarcze...*, op.cit., s. 247.

¹²⁸ Wymienione zdarzenia są najczęściej podawane w ogólnych warunkach ubezpieczenia towarzystw ubezpieczeniowych działających na rynku ubezpieczeniowym w Polsce.

¹²⁹ Opracowano na podstawie: *Podstawy ubezpieczeń, tom II...*, op.cit., s. 299.

- z przedsiębiorstwem pośredniczącym w sprzedaży ratalnej (tzn. agencją sprzedaży ratalnej), zawierającym ubezpieczenie na rzecz banku i opłacającym składkę ubezpieczeniową;
- z bankiem, który jest jednocześnie ubezpieczającym i ubezpieczonym, i sam opłaca składkę.

Sprzedaż ratalna dotyczy w znacznej mierze tzw. sprzedaży konsumenckiej. Rynek wierzytelności konsumenckich (obejmujący obok wierzytelności z tytułu sprzedaży ratalnej także wierzytelności abonamentowe) jest jednym z największych segmentów rynku wierzytelności. Poziom ryzyka na tym rynku jest wysoki, a wielkość długów konsumenckich jest oceniana na około 40 mld zł¹³⁰.

3.9. Ubezpieczenie należności faktoringowych

Faktoring jest formą finansowania transakcji, polegającą na nabywaniu przez faktora (w Polsce najczęściej przez bank) bieżących wierzytelności przedsiębiorców (faktorańców) przypadających im od odbiorców z tytułu dostaw towarów i usług.

Ze względu na zakres przyjmowanej funkcji gwarancyjnej wyróżnia się trzy formy faktoringu:

- faktoring właściwy (pełny) – zawarcie umowy w tej formie powoduje definitywne przeniesienie ryzyka wierzytelności z faktorańcy na faktora;
- faktoring niewłaściwy (niepełny) – zawarcie umowy w tej formie powoduje, że w przypadku niewypłacalności dłużnika faktor może dochodzić od faktorańcy zwrotu wypłaconych mu kwot;
- faktoring mieszany – łączy w sobie cechy faktoringu właściwego i niewłaściwego. W umowie zostaje określona kwota graniczna, do wysokości której faktor przejmuje ryzyko wypłacalności dłużników.

Ubezpieczenie faktoringu właściwego stanowi dla faktora (banku faktoringowego) zabezpieczenie przed niesolidnością ze strony odbiorców towarów i usług, a w przypadku faktoringu niewłaściwego zabezpiecza przed ryzykiem kredytowym faktorańcy (dostawcę).

Przedmiotem ubezpieczenia są przysługujące ubezpieczonemu (faktorowi) należności faktoringowe (wierzytelności lub ich części, wykupione przez faktora na podstawie umowy faktoringu) niezapłacone przez dłużnika w terminach i kwotach określonych w fakturach zgodnie z warunkami kontraktu. Ubezpieczeniem są objęte tylko te należności z tytułu udzielonego kredytu kupieckiego, których płatnikami są odbiorcy

¹³⁰ *Rośnie góra długów*, Gazeta Prawna, 05.10.2005 – Zasoby Internetu.

zaakceptowani przez zakład ubezpieczeń oraz faktora. Ubezpieczeniem nie są najczęściej obejmowane odsetki, kary umowne, opłaty dodatkowe, koszty postępowania egzekucyjnego i inne należności.

Umowa ubezpieczenia należności faktoringowych może być zawarta:

- Pomiędzy zakładem ubezpieczeń a faktorem, w usłudze faktoringu właściwego. Dla przedsiębiorstw korzystających z faktoringu właściwego ubezpieczenie w tym wariancie nie przynosi im w zasadzie żadnych bezpośrednich korzyści. Ryzyko transakcji kredytu kupieckiego zostaje bowiem definitywnie przeniesione w umowie faktoringu właściwego na faktora. W sytuacji, gdy jest to umowa faktoringu mieszanego, a faktor zawarł umowę ubezpieczenia, wówczas ubezpieczenie to można zaliczyć do instrumentów znajdujących bezpośrednie zastosowanie w polityce kredytowej przedsiębiorstwa, gdyż następuje podział ryzyka kredytowego pomiędzy stronami umowy faktoringu, a ryzyko całej transakcji jest przedmiotem transferu na zakład ubezpieczeń.
- Pomiędzy zakładem ubezpieczeń a faktorem na rzecz faktora, w usłudze faktoringu niewłaściwego. Wariant tej umowy ubezpieczenia umożliwia przerzucenie ciężaru ryzyka faktoringu niewłaściwego, w zamian za składkę ubezpieczeniową, na zakład ubezpieczeń. Ostatecznie ryzyko kredytowe ponosi ubezpieczyciel.

Rozwój usług faktoringu, będący następstwem rozwoju stosunków kredytowych między przedsiębiorstwami, będzie z pewnością wzmacniał popyt na ubezpieczenia należności faktoringowych.

Konkluzja

Wśród dostępnych różnych instrumentów, pozwalających ograniczyć ryzyko związane z polityką kredytową wobec odbiorców, ważną kwestią w gospodarce rynkowej na obecnym etapie jej dojrzałości staje się umiejętne dobranie takiego instrumentu, który pozwoli maksymalnie zredukować koszty związane z realizacją ryzyka, z uwzględnieniem rachunku ekonomicznego. Zakres dostępnych na rynku instrumentów ograniczania ryzyka jest bardzo szeroki, kwestią otwartą z pewnością pozostaje ich konkurencyjność oraz skuteczność w praktyce gospodarczej.

Szczególnym wyzwaniem dla przedsiębiorstw są ubezpieczenia finansowe, które ze względu na pewność sprzedaży z odroczonym terminem płatności są nieuniknione w gospodarce rynkowej. Kolejnym ważnym problemem w Polsce staje się permanentne płacenie z opóźnieniem. Problem ten ma charakter uniwersalny i występuje w każdym kraju – choć w różnej skali i nieco odmiennie. Np. w literaturze angielskiej, wyrażane są poglądy, iż opóźnianie płatności z tytułu kredytu kupieckiego to bardzo znaczący problem, zwłaszcza w zakresie zobowiązań płatniczych dużych przedsiębiorstw wobec małych podmiotów gospodarczych¹³¹.

W praktyce gospodarczej około 80-90% handlu dokonuje się na warunkach kredytu kupieckiego krótkoterminowego, a 90% strat, które ponoszą sprzedający, powstaje z tytułu ryzyka handlowego będącego następstwem niewypłacalności kupującego, bądź jego zwłoki w regulowaniu należności. Chociaż ponad 70% przedsiębiorstw ma kłopoty z powodu opóźnień w regulacji płatności, ubezpieczane są tylko nieliczne transakcje¹³². W krajach zachodnich ubezpiecza się 70-80% transakcji handlowych, podczas gdy w Polsce odsetek ten wynosi 10-15 %¹³³. Zdaniem przedstawicieli firm ubezpieczeniowych, małe wykorzystanie ubezpieczeń należności to efekt m.in. mentalności polskich przedsiębiorców – problem ubezpieczenia należności rozpatrują oni *post factum*, tzn. liczą straty z tytułu niespłaconych należności, porównują je z wysokością składki ubezpieczeniowej i wówczas podejmują decyzję – nie analizują natomiast ryzyk, które mogą się zrealizować w przyszłości¹³⁴.

W rozdziale podjęto także próbę zdefiniowania kredytu kupieckiego oraz ryzyka kredytowego, które jest konsekwencją odroczonej zapłaty, następnie przedstawiono wybrane charakterystyki produktów oferowanych przez ubezpieczycieli, które mogą pełnić rolę instrumentów wspomagających przedsiębiorców w prowadzonej sprzedaży na warunkach kredytu kupieckiego. Ubezpieczenie jest bowiem szczególnym instrumentem finansowania ryzyka, a do rozważań w tym zakresie skłania sformułowana przez A.L. Mayersona definicja ubezpieczenia wyjaśniająca, że jest to urządzenie umożliwiające zastąpienie niepewnej, lecz wielkiej straty niewielką, lecz pewną stratą – składką ubezpieczeniową¹³⁵.

Także rozwój rynku ubezpieczeń finansowych nie pozostaje bez wpływu na jakość i zakres współpracy ubezpieczycieli z przedsiębiorstwami. Asekuracyjny charakter ubezpieczeń oraz działalność na rynku w Polsce światowych ubezpieczycieli kredytu (Euler&Hermes, Coface, Gerling/NCM), których strategia działania zakłada wspomaganie przedsiębiorców również poprzez pakiet usług dodatkowych, tj.: ocena należności, windykacja, czy faktoring pozwala przypuszczać, że te instrumenty finansowe mogą okazać się konkurencyjne, a w przyszłości stać się dominującymi narzędziami w rękach przedsiębiorców.

Reasumując, rozważania zawarte w niniejszym rozdziale pozwalają przypuszczać, że ubezpieczenia finansowe stanowią nowe wyzwanie w gospodarce, zarówno dla ubezpieczycieli, którzy powinni stale rozszerzać zakres ochrony ubezpieczeniowej oraz oferować usługi pełniące rolę wspomagającą podmioty gospodarcze na każdym etapie procesu sprzedaży, a także dla przedsiębiorstw, które powinny odważniej stosować w praktyce gospodarczej ubezpieczenia dające przecież pewność powstałych w firmie należności.

¹³¹ A.H. Millichamp, *Finance for Non-Financial Managers*, Letts Education, London 1997, s. 138.

¹³² M. Matusiak, *Stratę można ubezpieczyć*, Gazeta Prawna nr 1573, 25.10.2005, s. 18.

¹³³ M. Matusiak, *Ubezpieczyciel jest doradcą*, Gazeta Prawna nr 1591, 22.11.2005, s. 29.

¹³⁴ M. Matusiak, *Stratę...*, op. cit., s. 18.

¹³⁵ A.L. Mayerson, *Introduction to Insurance*, New York 1962, s. 17. [Za:] E. Stroński, *Ubezpieczenia na życie. Teoria i praktyka*, Poltext, Warszawa 2003, s. 16.

Rozdział 4

Leasing

Katarzyna Owsiak, Izabela Pruchnicka-Grabias

Wstęp

Słowo „leasing” pochodzi z języka angielskiego i oznacza dzierżawę bądź wynajem, gdzie wynajmujący wydierżawia najemcy przedmiot leasingu na podstawie umowy i otrzymuje z tego tytułu wynagrodzenie w postaci płaconych okresowo czynszów leasingowych. Nazwa „leasing” jest uznawana na świecie za *terminus technicus* i przede wszystkim dlatego nie wymaga tworzenia polskiego odpowiednika¹³⁶. Przyjęła się już w języku polskim, jest powszechnie znana i używana. Tym bardziej, że trudno jest znaleźć jej odpowiednik w języku polskim. Od lat słowo „leasing” znajduje się również we wszystkich słownikach języka polskiego.

Słowo „leasing” nie występuje natomiast w żadnym akcie prawnym, żadnej ustawie, która go *de facto* określa i reguluje. W zamian ustawodawca używa terminu „umowa leasingu”. Podobna sytuacja występuje w przypadku określenia stron umowy leasingu, a mianowicie z terminami „leasingodawca” i „leasingobiorca”. Obydwa te określenia, choć są powszechnie używane do określenia stron umowy leasingu, nie znalazły uznania u ustawodawcy, który postanowił je spolszczyć, nazywając leasingobiorcę „korzystającym”, a leasingodawcę „finansującym”. Zatem określenia „leasingodawca” i „leasingobiorca”, podobnie jak leasing, również są zaliczane do kanonów żargonu ekonomicznego, który nie istnieje w polskim prawie. W pierwszej części tego rozdziału posłużymy się określeniami używanymi powszechnie w gospodarce, natomiast w drugiej, poświęconej szczegółom prawnym, pozostaniemy wierni terminologii ustawowej.

4.1. Ogólna charakterystyka leasingu

Jak już wcześniej wspomniano, leasing polega na wydierżawieniu przez leasingodawcę środka trwałego lub wartości niematerialnej i prawnej leasingobiorcy w zamian za z góry ustalone w umowie leasingu czynsze (raty) leasingowe. Leasingodawca na

¹³⁶ J. Poczobut, *Umowa leasingu*, C.H. Beck, Warszawa 2002, s. 18.

wniosek leasingobiorcy zakupuje wskazany przez niego środek trwały lub wartość niematerialną i prawną, zwany „przedmiotem leasingu” i przekazuje w użytkowanie temuż leasingobiorcy, zawierając z nim wcześniej umowę leasingu, na podstawie której leasingobiorca płaci leasingodawcy raty leasingowe wg harmonogramu określonego w umowie. Raty płatne są najczęściej w odstępach miesięcznych, choć nie jest to warunkiem prawnym. Raty mogą być płatne w odstępach mniejszych lub większych niż 30 dni. W praktyce powszechnie stosowane są harmonogramy uwzględniające spłatę rat miesięcznych. Okres leasingu jest także w dużej części regulowany przez prawo, ale tylko jeśli chodzi o jego minimalny zakres. W leasingu operacyjnym jest to 40% normatywnego okresu amortyzacji, a w przypadku leasingu nieruchomości – 10 lat.

Zabezpieczeniem umowy leasingu jest głównie przedmiot leasingu, który stanowi własność leasingodawcy. Jest on kupowany z pewnym dyskontem, którym jest czynsz inicjalny wpłacany przez leasingobiorcę, co daje duże bezpieczeństwo inwestycji. Czynsz ten może wynieść nawet 40% wartości ofertowej przedmiotu leasingu. W praktyce duży wpływ na wysokość czynszu inicjalnego ma stopień ryzyka transakcji. Leasingodawca może bowiem sprzedać przedmiot leasingu za kwotę zainwestowaną, tzn. pomniejszoną o czynsz inicjalny wpłacony przez leasingobiorcę. Z uwagi na stosunkową łatwość odzyskania zainwestowanych środków finansowych przez leasingodawcę, leasing jest dość łatwo dostępną formą finansowania inwestycji rzeczowych i łatwość ta rośnie wraz ze wzrostem czynszu inicjalnego wpłacanego przez leasingobiorcę.

Ponieważ najmniej ryzykownym przedmiotem leasingu są pojazdy, dlatego też najłatwiej jest uzyskać leasing na ten właśnie środek trwały. Stanowią one dużą część wszystkich oddawanych w leasing ruchomości. Przy wysokiej wstępnej wpłacie do zawarcia umowy leasingu pojazdu często wystarczają jedynie dokumenty rejestrowe firmy, a leasingobiorca nie musi się wykazać zdolnością leasingową, czy też historią działalności. Ponadto, pojazd jest przedmiotem leasingu podlegającym rejestracji, co w znacznym stopniu ogranicza ryzyko jego utraty, np. sprzedaży przez nieuczciwego leasingobiorcę.

Zupełnie inaczej jest w przypadku maszyn i urządzeń, czy wartości niematerialnych i prawnych. Ograniczony rynek wtórny tych przedmiotów powoduje, iż stosunkowo trudno jest odzyskać zainwestowany przez leasingodawcę kapitał. Ponadto, im sprzęt jest bardziej specjalistyczny, tym węższy jest rynek wtórny i tym samym trudniejszy do odzyskania kapitału. Dlatego też, w odróżnieniu od pojazdów, leasingobiorca starający się o leasing maszyny lub urządzenia musi się wykazać zdolnością leasingową, historią działalności, często biznes planem lub dodatkowym zabezpieczeniem, takim jak np. przewłaszczenie posiadanego pojazdu, blokada środków na rachunku bankowym lub poręczenie innego podmiotu gospodarczego.

W literaturze polskiej poświęconej tematyce leasingu autorzy dokonują wielu klasyfikacji leasingu według różnych kryteriów i stosują wiele nazw je określających. Warto przytoczyć niektóre z nich¹³⁷:

- W zależności od stosunku leasingodawcy do przedmiotu leasingu – leasing bezpośredni i leasing pośredni. Leasing pośredni od leasingu bezpośredniego różni się tym, iż w tym drugim przypadku leasingodawca jest jednocześnie dostawcą przedmiotu leasingu, tzn. jest np. jego producentem. W przypadku leasingu pośredniego, leasingodawca nabywa przedmiot leasingu od dostawcy na wniosek leasingobiorcy. W rzeczywistości gospodarczej podział ten ma niewielkie znaczenie, bowiem bardzo niewiele jest firm leasingowych, które jednocześnie zajmują się produkcją środków trwałych czy wartości niematerialnych i prawnych oraz ich leasingiem. Nawet producenci pojazdów, które są najbardziej popularnym przedmiotem leasingu nie zajmują się bezpośrednio leasingiem swoich produktów, lecz robią to poprzez spółki zależne, działające jako odrębne podmioty gospodarcze. Takim przykładem jest np. DaimlerChrysler Leasing, spółka zależna od DaimlerChrysler, producenta pojazdów marki Mercedes.
- Ze względu na okres leasingu – wyróżnia się leasing krótkoterminowy, średnio-terminowy i długoterminowy, stosując różne kryteria co do okresu.
- Ze względu na to, która ze stron umowy leasingu ponosi koszty eksploatacji stosuje się podział na leasing „czysty”, gdzie koszty ponosi leasingobiorca oraz „pełny”, gdzie koszty ponosi leasingodawca. W praktyce podział ten jest wyłącznie teoretyczny, gdyż z zasady koszty eksploatacji ponosi zawsze leasingobiorca.

Najważniejszym i jedynym podziałem stosowanym w polskiej rzeczywistości gospodarczej jest podział leasingu ze względu na rozliczenia prawno-podatkowe, na leasing operacyjny i leasing finansowy. W dalszej części rozdziału podano najważniejsze cechy każdego z tych rodzajów.

4.1.1. Leasing operacyjny

Leasing operacyjny jest najbardziej popularną formą leasingu ruchomości i wartości niematerialnych i prawnych. Stan ten zawdzięcza swojej konstrukcji z punktu widzenia prawa podatkowego. Charakteryzuje się on tym, iż wszystkie opłaty leasingowe, takie jak: czynsz inicjalny, opłata manipulacyjna, czynsze leasingowe, są kosztem uzyskania przychodu leasingobiorcy, co pomniejsza jego podstawę opodatkowania, a tym samym pozwala niejako „zaoszczędzić” na podatku dochodowym. Leasing operacyjny nie spełnia natomiast swoich funkcji pomniejszania podatku dochodowego w przypad-

¹³⁷ Na temat rodzajów leasingu wyróżnianych w teorii patrz na przykład w: M. Gołda, *Leasing*, Difin, Warszawa 2002, s. 22-43.

ku, kiedy leasingobiorca nie osiąga przychodu lub generuje straty, jak również wówczas, kiedy rozlicza się na zasadzie ryczału, gdzie podstawą opodatkowania jest nie osiągnięty faktycznie dochód, lecz przychód ze sprzedaży towarów lub usług. W przeważającej jednak większości polskie przedsiębiorstwa rozliczają się na zasadach ogólnych, gdzie zalety podatkowe leasingu operacyjnego są szczególnie cenne.

4.1.1.1. Funkcje leasingu operacyjnego

Leasing operacyjny pełni dwie podstawowe funkcje: funkcję podatkową oraz funkcję kredytową. **Funkcja podatkowa** leasingu operacyjnego ma swoje znaczenie jedynie wówczas, kiedy okres trwania umowy leasingu jest krótszy od okresu całkowitej amortyzacji przedmiotu leasingu. Należy zaznaczyć, że leasingobiorca, który zawarł umowę leasingu operacyjnego nie może korzystać z odpisów amortyzacyjnych przedmiotu leasingu, których dokonuje leasingodawca i u leasingodawcy właśnie są one kosztem uzyskania przychodu. Zatem gdyby leasingobiorca nie zdecydował się na leasing, lecz zakupił przedmiot leasingu za gotówkę, zamiast kosztów uzyskania przychodów w postaci czynszów leasingowych mógłby dokonywać odpisów amortyzacyjnych.

Rozważmy następujący przykład:

Samochód ciężarowy posiada stawkę amortyzacji 20%, co oznacza, że pojazd zostanie w pełni zamortyzowany w ciągu 5 lat. Posiadacz pojazdu mógłby bowiem wliczać w poczet uzyskania przychodu jedynie 20% wartości pojazdu rocznie. Jeśli natomiast zawarłby umowę leasingu operacyjnego na okres 36 miesięcy z opcją wykupu 1%¹³⁸, wówczas całą wartość pojazdu zawartą w ratach leasingowych zaliczyłby w poczet kosztów uzyskania przychodu w ciągu tych 36 miesięcy. Zwiększone koszty uzyskania przychodu w pierwszych 36 miesiącach pozwalają leasingobiorcy zmniejszyć podstawę opodatkowania, a tym samym zapłacić mniejszy podatek dochodowy.

Kolejną zaletą leasingu operacyjnego jest możliwość zaliczania go z punktu widzenia bilansowego w poczet kosztów usług obcych, a nie zobowiązań. Leasing jest bowiem usługą wynajmu przedmiotu leasingu. Taka metoda księgowania rat leasingowych nie tylko zachowuje funkcję podatkową, ale również nie zwiększa sumy zobowiązań bilansowych, a tym samym nie obniża zdolności kredytowej leasingobiorcy.

Leasing pełni również, a może nawet przede wszystkim, **funkcję kredytową**. Traktowany jest bowiem przez większość leasingobiorców jako forma zakupu danego środka trwałego.

Połączenie wyżej wymienionych funkcji i zalet leasingu operacyjnego powoduje, iż staje się on bardzo korzystną i popularną formą finansowania inwestycji rzeczowych.

¹³⁸ Opcja wykupu 1% oznacza możliwość zakupu środka trwałego za 1% jego wartości po zakończeniu trwania okresu leasingu.

Po zakończeniu umowy leasingu, leasingobiorcy przysługuje prawo do zakupu przedmiotu leasingu po cenie ustalonej w harmonogramie. Zakup ten ma charakter opcji, którą leasingobiorca może zrealizować lub od niej odstąpić, lecz ze względu na bardzo korzystną cenę rzadko decyduje się z niej nie skorzystać¹³⁹. Prawo reguluje wytyczne, według których jest ustalana cena sprzedaży przedmiotu leasingu, o czym będzie mowa w dalszej części niniejszego rozdziału.

4.1.2. Leasing finansowy

Leasing finansowy jest również popularnym, choć mniej niż operacyjny, rodzajem leasingu. Różni się od leasingu operacyjnego tym, że raty leasingowe nie są w całości kosztem uzyskania przychodu, lecz jedynie ich odsetkowa część. W zamian leasingobiorca może dokonywać odpisów amortyzacyjnych przedmiotu leasingu. Umowa leasingu finansowego może być zawarta na dowolny okres, nie obowiązują jej ograniczenia ustawowe, które ograniczają umowę leasingu operacyjnego w zakresie minimalnego okresu leasingu. Różni się także od leasingu operacyjnego sposobem przeniesienia własności przedmiotu leasingu na leasingobiorcę. W umowie leasingu finansowego przeniesienie własności nie jest opcją, z której można skorzystać bądź nie. Własność przedmiotu leasingu przechodzi na leasingobiorcę z chwilą zapłaty ostatniej płatności przewidzianej w umowie.

Ten rodzaj leasingu służy głównie do finansowania długoterminowych inwestycji takich jak nieruchomości czy linie technologiczne o znacznej wartości, a także do finansowania inwestycji krótkoterminowych, których okres trwania jest krótszy od minimalnego czasu trwania umowy leasingu operacyjnego. Leasing finansowy jest traktowany z punktu widzenia podatkowego jako dostawa przedmiotu (sprzedaż), co rodzi po stronie leasingobiorcy obowiązek zapłacenia całości podatku VAT od rat leasingowych na początku trwania umowy. Szczegółowa charakterystyka prawna leasingu finansowego została omówiona w dalszej części niniejszego rozdziału.

4.1.3. Ograniczenia prawne umowy leasingu

Przedmiot leasingu. Kodeks cywilny stanowi, iż przedmiotem leasingu może być rzecz ruchoma bądź nieruchomość. Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych (dalej updop)¹⁴⁰ i ustawa o podatku od osób fizycznych (dalej updof)¹⁴¹ rozszerzają zakres przedmiotowy o podlegające amortyzacji wartości niematerialne i prawne.

¹³⁹ Stosując terminologię używaną przy kontraktach opcyjnych można powiedzieć, że zawsze jest to opcja typu kupno w pieniądzu, a więc taka, która gwarantuje zakup przedmiotu leasingu po cenie niższej niż rynkowa.

¹⁴⁰ Ustawa z dnia 15 lutego 1992 roku o podatku dochodowym od osób prawnych (tekst jednolity: Dz.U. 2000, Nr 54, poz. 654 ze zmianami).

¹⁴¹ Ustawa z dnia 26 lipca 1991 roku o podatku dochodowym od osób fizycznych (tekst jednolity: Dz.U. 2000, Nr 14, poz. 176 ze zmianami).

Zatem leasing ogranicza się do finansowania jedynie inwestycji rzeczowych oraz wartości niematerialnych i prawnych. Przedmiotem leasingu nie może być więc usługa jak np. usługa remontowa, serwisowa, doradcza, *etc.*

Leasingobiorcy. Leasingobiorcami w Polsce są przede wszystkim, ze względu na funkcję podatkową, podmioty gospodarcze. Nie ma jednak żadnych przeszkód prawnych, aby leasingobiorcą była także osoba fizyczna nie prowadząca działalności gospodarczej.

Okres leasingu. Updop i updof stanowią, iż warunkiem zaliczenia czynszów leasingowych w poczet kosztów uzyskania przychodu przez leasingobiorcę jest warunek dotyczący okresu umowy, który nie może być krótszy niż 40% normatywnego okresu amortyzacji. Jeśli warunek ten nie zostanie spełniony, wówczas opłaty leasingowe nie mogą pomniejszać dochodu.

Przykład

Jeśli przedmiotem leasingu jest środek trwały o stawce amortyzacji 20% (np. pojazdy osobowe, ciężarowe standardowe), wówczas minimalnym okresem dla leasingu operacyjnego jest okres równy 24 miesiące, gdyż dopiero po upływie tego okresu przedmiot leasingu zostanie zamortyzowany w 40%. Okres leasingu można obliczyć w następujący sposób:

$$100\% : 20\% = 5 \text{ lat}$$

W powyższym przypadku przedmiot leasingu zamortyzuje się w całości po upływie 5 lat, tj. 60 miesięcy. Zatem:

$$60 \text{ miesięcy} \times 40\% = 24 \text{ miesiące}$$

Oznacza to, iż okres leasingu nie może być krótszy niż 24 miesiące.

Przykład

Przedmiotem leasingu jest środek trwały o stawce amortyzacji 14%. Jaki będzie minimalny okres trwania umowy leasingowej?

$$100\% : 14\% = 7,14 \text{ roku}$$

Środek trwały zamortyzuje się w całości po upływie 7,14 roku, czyli po 85,68 miesiącach. Zatem warunek 40% normatywnego okresu amortyzacji będzie spełniony po upływie:

$$85,68 \text{ mies.} \times 40\% = 34,27 \text{ miesiąca}$$

W umowach leasingowych z reguły okres ten zaokrągla się w górę, do 35 lub nawet do 36 miesięcy, tj. do pełnych trzech lat.

Ustawodawca nie określa maksymalnego okresu leasingu, dając stronom umowy pełną swobodę w tym zakresie. W praktyce to leasingodawca określa maksymalny okres, na który jest skłonny zawrzeć umowę leasingu. Zależy on głównie od rodzaju przedmiotu leasingu i jego specyfiki. Im bardziej przedmiot leasingu charakteryzuje się szybką utratą wartości (sprzęt komputerowy, kserokopiarki), tym okres leasingu jest krótszy. Wynika to głównie z zasad bezpieczeństwa należności w stosunku do leasingobiorcy. Chodzi mianowicie o to, aby okres leasingu był na tyle krótki, że jeśli dojdzie do zerwania umowy leasingu i windykacji, wartość przedmiotu umowy leasingu w chwili zerwania umowy pozwalała leasingodawcy na odzyskanie części lub całości zainwestowanych przez niego środków pieniężnych.

Opcja odkupu. W przypadku leasingu operacyjnego leasingobiorca ma prawo do opcji odkupu przedmiotu leasingu po zakończeniu umowy po cenie określonej w harmonogramie. Cena ta nie może być niższa niż wartość hipotetyczna netto obliczana według wzoru określonego w ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych oraz ustawie o podatku dochodowym od osób fizycznych. W przypadku, kiedy cena sprzedaży przedmiotu leasingu będzie niższa od wartości hipotetycznej netto, wówczas urząd skarbowy ma prawo uznać, iż sprzedaż nastąpiła po cenie rynkowej i od niej naliczy podatek dochodowy. Wartość hipotetyczna netto jest to wg updop i updof wartość przedmiotu leasingu pomniejszona o odpisy amortyzacyjne liczone metodą degressywną z uwzględnieniem współczynnika 3.

Przykład:

Przedmiotem leasingu jest samochód osobowy o wartości 100.000 zł (stawka amortyzacji 20%), a umowa została zawarta na okres 24 miesiące.

Wartość hipotetyczna netto wyliczana jest wg następujących zasad:

1. rok – $100\,000\text{ zł} \times 20\% \times 3 = 60\,000,00\text{ zł}$
2. rok – $(100\,000\text{ zł} - 60\,000\text{ zł}) \times 20\% \times 3 = 24\,000\text{ zł}$

Razem odpisy amortyzacyjne: 84 000,00 zł

Wartość hipotetyczna netto wynosi:

$$100\,000\text{ zł} - 84\,000\text{ zł} = 16\,000\text{ zł, tj. 16\% wartości początkowej.}$$

Przykład

Przedmiotem leasingu jest pojazd osobowy o wartości 100 000 zł, a umowa zawarta została na okres 36 miesięcy. Wówczas hipotetyczna wartość przedmiotu leasingu po zakończeniu umowy wynosi:

$$1. \text{ rok: } 100\,000 \text{ zł} \times 20\% \times 3 = 60\,000 \text{ zł}$$

$$2. \text{ rok: } 40\,000 \text{ zł} \times 20\% \times 3 = 24\,000 \text{ zł}$$

$$3. \text{ rok: } 16\,000 \text{ zł} \times 20\% \times 3 = 9\,600 \text{ zł}$$

$$\text{Razem} = 93\,600 \text{ zł}$$

Wartość hipotetyczna netto wynosi w tym przypadku:

$$100\,000 \text{ zł} - 93\,600 \text{ zł} = 6\,400 \text{ zł, tj. } 6,4\% \text{ wartości początkowej.}$$

Przykład

Przedmiotem leasingu jest maszyna o wartości 100 000 zł, a umowa zawarta została na okres 36 miesięcy. Wówczas hipotetyczna wartość przedmiotu leasingu po zakończeniu umowy wynosi:

$$1. \text{ rok: } 100\,000 \text{ zł} \times 14\% \times 3 = 42\,000 \text{ zł}$$

$$2. \text{ rok: } 58\,000 \text{ zł} \times 14\% \times 3 = 24\,360 \text{ zł}$$

$$3. \text{ rok: } 33\,640 \text{ zł} \times 14\% \times 3 = 14\,128,8 \text{ zł}$$

$$\text{Razem} = 80\,488,8 \text{ zł}$$

Wartość hipotetyczna netto wynosi w tym przypadku:

$$100\,000 \text{ zł} - 80\,488,8 \text{ zł} = 19\,511,2 \text{ zł, tj. } 19,5\% \text{ wartości początkowej.}$$

4.2. Podstawa prawna funkcjonowania leasingu

4.2.1. Uregulowania polskie

Do końca ubiegłego wieku umowa leasingu była umową nienazwaną, nienormowaną w polskim ustawodawstwie, jednak brak regulacji cywilnoprawnej nie przeszkodził w rozwoju rynku leasingowego. Przedsiębiorcy konstruowali umowy leasingu na podstawie ogólnych zasad prawa cywilnego opierając się na podstawowej dla

prawa cywilnego zasadzie swobody umów, zwyczaju i potrzebach obrotu gospodarczego posiłkując się uregulowanymi w Kodeksie cywilnym umowami najmu, dzierżawy i sprzedaży na raty z zastrzeżeniem własności. Doprowadziło to do sytuacji, w której każdy z leasingodawców posługiwał się własnym wzorem umowy i własnymi warunkami ogólnymi umów, które w konsekwencji były różnie kwalifikowane przez organy skarbowe, niejednokrotnie niekorzystnie dla leasingobiorcy.

Powszechne funkcjonowanie w obrocie gospodarczym umów leasingu i potrzeba ochrony interesów podmiotów korzystających z usług przedsiębiorstw leasingowych¹⁴² były podstawowymi przesłankami uregulowania umowy, już jako umowy nazwanej, w Kodeksie cywilnym w 2000 roku. Regulacja w zakresie stosunków cywilnoprawnych pociągnęła za sobą unormowanie kwestii związanych z opodatkowaniem i ewidencją księgową transakcji leasingu w latach 2001-2004.

W aktualnie obowiązującym stanie prawnym transakcje leasingu zawierane i opodatkowanie są na podstawie:

- przepisów wprowadzonych od 9 grudnia 2000 roku do Kodeksu cywilnego¹⁴³,
- przepisów wprowadzonych od 1 stycznia 2002 roku do ustawy o rachunkowości¹⁴⁴,
- przepisów wprowadzonych od 1 maja 2004 roku do ustawy o podatku od towarów i usług¹⁴⁵.

Należy podkreślić, że przywołane powyżej regulacje prawne nie pokrywają się ze sobą, co więcej wprowadzają różne definicje umowy leasingu, operują różną terminologią i są w dużej mierze autonomiczne.

4.2.2. Uregulowania konwencji Unidroit

Transakcja leasingu znalazła również swe normatywne ujęcie w przepisach prawa międzynarodowego, a mianowicie w Konwencji Unidroit o międzynarodowym leasingu finansowym sporządzonej w Ottawie 28 maja 1988 roku¹⁴⁶. Konwencja reguluje zagadnienia cywilnoprawne związane z leasingiem międzynarodowym, który zgodnie z jej zapisami jest transakcją trójstronną, w której uczestniczą: finansujący, korzystający i dostawca przedmiotu leasingu. Na transakcje leasingu składają się dwie umowy: pierwsza z nich to faktyczna umowa leasingu polegająca na oddaniu w odpłatne korzystanie rzeczy i druga – umowa dostawy będąca z reguły umową sprzedaży, a mająca na celu zakup na warun-

¹⁴² Uzasadnienie projektu ustawy – druk sejmowy 1699.

¹⁴³ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny, (Dz.U. 1964, Nr 16, poz. 93 ze zmianami), dalej kc.

¹⁴⁴ Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości (tekst jednolity: Dz.U. 2002, Nr 76, poz. 694 ze zmianami).

¹⁴⁵ Ustawa z dnia 11 marca 2004 roku o podatku od towarów i usług (Dz.U. 2004, Nr 54, poz. 535 ze zmianami), dalej ustawa o VAT.

¹⁴⁶ J. Poczobut, *Umowa...*, op. cit., s. 21.

kach uzgodnionych z korzystającym z przedmiotu leasingu. Zakres podmiotowy transakcji został ograniczony, gdyż stronami mogą być jedynie przedsiębiorcy i przedmiot leasingu może być wykorzystywany wyłącznie w celach związanych z prowadzeniem przedsiębiorstwa. Zgodnie z Konwencją suma opłat leasingowych uzależniona jest od kosztu nabycia przedmiotu leasingu przez finansującego i obejmować ma amortyzację całości lub znacznej części wydatków poniesionych przez finansującego. Regulacja zawarta w konwencji uznawana jest za standard międzynarodowy i nawiązuje się do niej coraz częściej w unormowaniach krajowych, orzecznictwie i obrocie leasingowym. Nie może być ona jednak stosowana wprost, ale poszczególne jej zapisy mogą być wprowadzane do umów krajowych, o ile nie naruszają bezwzględnie obowiązujących przepisów Kodeksu cywilnego.

4.3. Regulacja umowy leasingu w Kodeksie cywilnym

W kodeksowym ujęciu leasing jest szczególnego rodzaju umową zaliczaną do umów nazwanych o korzystanie z rzeczy lub praw obok funkcjonujących od dawna umów najmu, dzierżawy i użyczenia. Tak też został leasing usytuowany w systematyce kodeksu bezpośrednio po umowach najmu i dzierżawy, w samym zaś tytule dotyczącym leasingu w art. 709¹⁷ przewidziany został nakaz odpowiedniego stosowania w ograniczonym zakresie do umów leasingu przepisów o najmie¹⁴⁷.

Regulacja umowy leasingu w kc ma zastosowanie do umów zawieranych po 9 grudnia 2000 roku, czyli po dacie wprowadzenia do kodeksu rozdziału dotyczącego leasingu.

Konstruując leasing jako umowę nazwaną, ustawodawca nawiązywał do rozwiązań Konwencji Unidroit, tak więc kodeksowy model leasingu ogranicza się do leasingu finansowego, pomimo tego, że ten określający rodzaj leasingu przymiotnik w nazwie umowy nie został zastosowany. W związku z tym umowy, które odpowiadają pojęciu „leasingu operacyjnego” nie są umowami leasingu w rozumieniu kc, a jedynie wielokrotnymi umowami najmu lub dzierżawy tego samego przedmiotu różnym podmiotom¹⁴⁸.

4.3.1. Podstawowe pojęcia

4.3.1.1. Definicja umowy leasingu

Ustawowa definicja umowy leasingu zawarta w art. 709¹ kc nie ma bezpośredniego przełożenia na rozumienie leasingu w prawie podatkowym czy bilansowym, gdzie uregulowany jest on odmiennie.

¹⁴⁷ Ibidem, s. 27.

¹⁴⁸ Z. Radwański, J. Panowicz-Lipska, *Zobowiązania – część szczególna*, C.H. Beck, Warszawa 2005, s. 146.

Zgodnie z art. 709¹ kc: *przez umowę leasingu finansujący zobowiązuje się, w zakresie działalności swego przedsiębiorstwa, nabyć rzecz od oznaczonego zbywcy na warunkach określonych w tej umowie i oddać tę rzecz korzystającemu do używania albo używania i pobierania pożytków przez czas oznaczony, a korzystający zobowiązuje się zapłacić finansującemu w uzgodnionych ratach wynagrodzenie pieniężne, równe co najmniej cenie lub wynagrodzeniu z tytułu nabycia rzeczy przez finansującego.*

Jak widać z powyższej definicji umowy ustawodawca konstruuje model umowy leasingu jako umowy nazwanej objął nim jedynie leasing finansowy pośredni. Unormowania art. 709¹-709¹⁷ kc opisują dokładnie elementy przedmiotowo i podmiotowo istotne umowy wraz z obowiązkami stron leasingu. W art. 709¹⁸ kc opisany został model leasingu bezpośredniego, do którego przepisy o umowie leasingu stosować można jedynie odpowiednio. Oznacza to, że ustawodawca nie uznał go za umowę leasingu w ścisłym tego słowa znaczeniu, a jedynie za umowę do leasingu podobną. Poza ramami kodeksu pozostaje nadal leasing operacyjny, do którego jak dotychczas w zależności od właściwości konkretnej umowy stosowane są przepisy dotyczące umowy najmu czy dzierżawy¹⁴⁹.

Elementami istotnymi, koniecznymi umowy leasingu zawartymi w definicji umowy leasingu są:

- zobowiązanie się finansującego do nabycia rzeczy na warunkach określonych w umowie,
- oddanie rzeczy nabytej przez finansującego korzystającemu do używania i pobierania pożytków,
- zobowiązanie się korzystającego do zapłaty wynagrodzenia pieniężnego,
- określenie rzeczy, która ma stanowić przedmiot leasingu,
- ustalenie wysokości wynagrodzenia należnego finansującemu i wysokości poszczególnych rat,
- określenie czasu, na jaki ma być umowa zawarta.

4.3.1.2. Strony umowy

Stronami umowy są finansujący i korzystający.

Zgodnie z regulacją kc umowa leasingu jest umową jednostronnie kwalifikowaną podmiotowo, gdyż finansującym może być jedynie przedsiębiorca prowadzący działalność leasingową, sama zaś umowa ma być zawarta zgodnie z art. 709¹ kc w zakresie działalności jego przedsiębiorstwa. W związku z tym, nie będzie umową leasingu

¹⁴⁹ M. Pazdan, [w:] K. Pietrzykowski, *Kodeks cywilny, komentarz, tom II.*, C.H. Beck, Warszawa 2004, s. 314.

umowa spełniająca nawet wszystkie pozostałe kryteria definicji leasingu zawarta przez podmiot nie prowadzący działalności gospodarczej, lub poza zakresem jego działalności. Do umowy takiej przepisy regulujące leasing stosować można tylko odpowiednio, a umowa w kodeksowym ujęciu będzie umową najmu, dzierżawy, lub inną umową o korzystanie z rzeczy.

Korzystający na mocy przepisów kc nie musi być przedsiębiorcą, może być również podmiotem nie prowadzącym działalności gospodarczej, gdyż przepisy nie definiują tej strony umowy leasingu. Kodeksowy model biernej strony umowy leasingu stanowi więc odejście od dotychczasowej praktyki obrotu, zgodnie z którą leasing był ograniczany jedynie do obrotu profesjonalnego i był transakcją dwustronnie kwalifikowaną¹⁵⁰. Obecnie korzystającym może być również konsument (w rozumieniu art. 22¹ kc), choć praktyczne znaczenie leasingu w obrocie konsumenckim jest znikome ze względu na powszechność i łatwą dostępność kredytów konsumenckich oraz brak w przypadku osób nie prowadzących działalności gospodarczej korzystnych skutków podatkowych związanych z leasingiem.

4.3.1.3. Przedmiot umowy

Cywilnoprawna regulacja umowy ogranicza możliwe przedmioty leasingu do rzeczy, którymi zgodnie z art. 45 kc są tylko przedmioty materialne, **rzeczy ruchome i nieruchomości**. *A contrario* przedmiotem leasingu nie mogą być więc inne nie będące rzeczą prawa majątkowe, np. prawa autorskie, papiery wartościowe, wynalazki, patenty, wzory zdobnicze i użytkowe czy udziały w spółce.

Przedmiotem leasingu może być nie tylko pojedyncza rzecz, ale również **zbiór rzeczy**, który ma niejednokrotnie dużo większe znaczenie gospodarcze dla korzystającego niż rzecz jednostkowa, np.: linia technologiczna składająca się z kilku maszyn czy sieć komputerowa. W praktyce obrotu leasingowego znaczenie będzie miał zorganizowany zbiór rzeczy uzupełniających się lub wzajemnie dobranych, które właśnie dzięki ich skompletowaniu mogą funkcjonować i być użyteczne. Każda z rzeczy wchodzących w skład zbioru rzeczy powinna być w umowie wyszczególniona.

Kłopoty z kwalifikacją umowy jako umowy leasingu w rozumieniu kodeksowym rodzi oddanie w leasing **sieci komputerowej wraz z oprogramowaniem**, gdyż obejmuje ona obok rzeczy również dobro, które rzeczą nie jest. Przyjmuje się wówczas, że jest to umowa mieszana: leasingu z umową inną do leasingu podobną, przy czym jeśli składnik nie będący rzeczą odgrywa w konkretnej umowie rolę podrzędną to całą umowę należy oceniać jak umowę leasingu i przepisy o leasingu należy stosować

¹⁵⁰ J. Brol, *Umowa leasingu*, Lexis Nexis, Warszawa 2002, System informacji prawnej LexPolonica Maxima, Piśmiennictwo, Opracownia, Rozdział piąty, pkt III.

wprost. W sytuacji zaś, gdy dobro nie będące rzeczą znacząco przeważa w konkretnym zbiorze rzeczy do umowy, przepisy o leasingu stosować można jedynie odpowiednio, sama zaś umowa nie będzie leasingiem w znaczeniu kodeksowym¹⁵¹.

Przedmiotem umowy leasingu zgodnie z regulacją kodeksową nie może być **przedsiębiorstwo** w znaczeniu przedmiotowym definiowane w art. 55¹ kc ze względu na to, że składa się na nie zespół składników materialnych i niematerialnych przeznaczonych do prowadzenia działalności gospodarczej (oprócz rzeczy w skład przedsiębiorstwa wchodzi również m.in.: patenty, koncesje, licencje, majątkowe prawa autorskie, wierzytelności i zobowiązania).

W stanie prawnym, gdy transakcja leasingu traktowana była jako umowa nienazwana, aprobowany był w doktrynie pogląd o dopuszczalności leasingu przedsiębiorstwa¹⁵². Obecna praktyka obrotu pokazuje, że zawierane są umowy leasingu przedsiębiorstwa zarówno w wyniku nabycia przez finansującego istniejącego już przedsiębiorstwa, jak i budowy przedsiębiorstwa w celu oddania go do korzystania i pobierania pożytków, które zawierają istotne elementy umowy leasingu. Umowy takie w świetle obowiązujących przepisów kc mogą być traktowane jedynie jako umowy nienazwane, do których w drodze analogii stosować można przepisy dotyczące leasingu, tym bardziej, że umowa leasingu przedsiębiorstwa bywa czasem dopuszczalna na gruncie przepisów podatkowych (o czym w części rozdziału dotyczącej regulacji podatkowych)¹⁵³.

Podobne rozwiązanie jak dla transakcji leasingu przedsiębiorstwa przyjąć należy dla leasingu **gospodarstwa rolnego**, w którego skład zgodnie z art. 55³ wchodzi poza rzeczami również prawa związane z prowadzeniem gospodarstwa rolnego.

W praktyce obrotu i w doktrynie dopuszczone zostały jako przedmiot leasingu **urządzenia służące do doprowadzania mediów** (wody, gazu, prądu elektrycznego, itp.) na zasadach analogicznych do zbiorów rzeczy.

Odrębnym przedmiotem leasingu nie mogą być, ze względu na swój związek z rzeczą główną, **części składowe rzeczy** w rozumieniu art. 47 kc i **przynależności** w rozumieniu art. 51 kc, gdyż nie mogą być one odrębnym przedmiotem własności.

4.3.1.4. Forma zawarcia umowy

Zgodnie z art. 709² umowa leasingu pod rygorem nieważności umowy zawarta musi być na piśmie. Również zmiana, uzupełnienie, rozwiązanie czy odstąpienie od

¹⁵¹ M. Pazdan, [w:] K. Pietrzykowski: *Kodeks...*, op. cit., s. 318.

¹⁵² Zob m.in. P. Bielski, *Dopuszczalność umowy leasingu przedsiębiorstwa w prawie polskim*, Rejent 1998, nr 3, s. 83; K. Kruczałak, *Leasing jego gospodarcze zastosowanie*, Gdańsk 1993, s. 48.

¹⁵³ J. Brol, *Umowa...*, op. cit., Rozdział czwarty, pkt III, 2.

umowy ważne są pod warunkiem zachowania tej formy. Wynika z tego, że również umowa leasingu nieruchomości wymaga zachowania jedynie formy pisemnej zwykłej.

Forma pisemna wystarczająca jest wówczas, gdy przepis szczególny kc nie wymaga formy szczególnej dla dokonania określonej czynności. Forma szczególna aktu notarialnego, na podstawie art. 73 § 2 kc w związku z art. 158 kc, wymagana jest w przypadku nabycia przez finansującego nieruchomości jako przedmiotu leasingu, lub w przypadku opcji własności nieruchomości w umowie leasingu. Natomiast w przypadku, gdy przedmiotem transakcji leasingu będzie przedsiębiorstwo art. 75¹ kc wymaga dla ważności umowy formy pisemnej z podpisami notarialnie poświadczonymi.

4.3.1.5. Czas, na jaki zawierana jest umowa

Przepisy kodeksu nie regulują kwestii długości trwania umowy leasingu, nie odwołują się nawet do przyjętego w piśmiennictwie kryterium okresu gospodarczej używalności rzeczy będącej przedmiotem umowy. Wymagane jest jedynie, aby strony zawarły w umowie zapis, w którym określą czas jej trwania (art. 709¹ kc). Pozostawiona w tym zakresie swoboda stron ograniczona jest jednak przepisami podatkowymi, które – jak to już było wspomинane – determinują korzyści wynikające z zawartej umowy. Zgodnie bowiem z przepisami ustaw o podatkach dochodowych (art. 23b updof i art. 17b updop) podatkowe korzyści płynące z zawartych umów leasingu uzależnione są między innymi od tego, na jaki czas umowa została zawarta. Umowa powinna być zawarta na czas oznaczony, stanowiący co najmniej 40% normatywnego okresu amortyzacji, jeżeli jej przedmiotem są podlegające odpisom amortyzacyjnym rzeczy ruchome lub wartości niematerialne i prawne, albo na okres co najmniej 10 lat, jeżeli jej przedmiotem są podlegające odpisom amortyzacyjnym nieruchomości.

4.3.2. Prawa i obowiązki stron umowy

4.3.2.1. Prawa i obowiązki finansującego

4.3.2.1.1. Nabycie rzeczy mającej być przedmiotem leasingu

Art. 709¹ kc nakłada na finansującego obowiązek nabycia rzeczy będącej przedmiotem leasingu od oznaczonego zbywcy, na warunkach określonych w umowie leasingu w celu oddania jej korzystającemu. Ustawa nie wprowadza żadnych kwalifikacji podmiotowych odnoszących się do osoby zbywcy, może więc nim być zarówno sprzedawca, producent, dealer, jak i osoba nie prowadząca działalności gospodarczej. Nabycie realizuje się przez zawarcie ze zbywcą rzeczy jednej z umów, która przeniesie

własność rzeczy na finansującego, czyli umowy sprzedaży, dostawy, umowy o dzieło czy o roboty budowlane. W przypadku, gdy przedmiotem leasingu jest nieruchomości gruntowa finansujący może nabyć do niej zarówno prawo własności jak i prawo wieczystego użytkowania¹⁵⁴.

Umowa zbycia rzeczy nie jest umową leasingu, podobnie jak zbywca nie jest uczestnikiem transakcji leasingu, jest on osobą trzecią. Umowa zbycia jest umową odrębną, związaną z umową leasingu.

Finansujący nabywa rzecz dla siebie i we własnym imieniu w celu jej oddania korzystającemu.

W praktyce transakcji leasingowych korzystający aktywnie bierze udział w wyborze rzeczy nabywanej i zbywcy, to on negocjuje ze zbywcą kwestie związane z właściwościami rzeczy i cenę, a przedsiębiorca leasingowy finansuje tę transakcję.

Początkowo na tle art. 709¹ kc powstały wątpliwości co do dopuszczalności stosowania w świetle unormowań cywilnoprawnych leasingu zwrotnego, w którym finansujący nabywa rzecz od korzystającego w celu jej późniejszego oddania korzystającemu do używania i pobierania pożytków. Przy takim typie leasingu brak bowiem osoby trzeciej, oznaczonego zbywcy, różnej od finansującego i korzystającego¹⁵⁵. Obecnie jednak przyjmuje się, że leasing zwrotny mieści się w regulacji art. 709¹ kc, jednak do tego typu umowy nie będą miały zastosowania przepisy o przejściu na korzystającego uprawnień przysługujących finansującemu względem zbywcy z tytułu wad rzeczy.

Omawiana regulacja leasingu, w której istnieje obowiązek nabycia rzeczy od zbywcy wyklucza możliwość oddania do używania rzeczy, którą finansujący sam wytworzył jako producent, co jednoznacznie wskazuje na przyjęcie przez ustawodawcę modelu leasingu finansowego pośredniego. Zgodnie jednak z art. 709¹⁸ kc przepisy o umowie leasingu mogą być odpowiednio stosowane w sytuacji, gdy właściciel rzeczy bezpośrednio oddaje drugiej stronie umowy rzecz do używania i pobierania pożytków na analogicznych warunkach jak w umowie leasingu. Zapis ten wskazuje, że do zawieranych w praktyce obrotu transakcji leasingu bezpośredniego, przepisy kodeksu nie mają zastosowania wprost, a jedynie odpowiednio, zaś transakcji takiej nie można uznać za leasing w rozumieniu kodeksowym, gdyż jest ona umową tylko do leasingu podobną. W praktyce obrotu gospodarczego transakcje leasingu producenckiego oraz leasingu rzeczy, których właścicielem jest finansujący, są szeroko rozpoznane i nazywane są umowami leasingu.

¹⁵⁴ J. Brol, *Umowa...*, op. cit., Rozdział piąty, pkt V, 1, C.

¹⁵⁵ Z. Huszcz, *Umowa leasingu*, Monitor Prawniczy 2/2001, s. 78.

4.3.2.1.2. Wydanie rzeczy korzystającemu

Drugim podstawowym obowiązkiem finansującego jest wydanie rzeczy korzystającemu, które uregulowane jest w art. 709³ i 709⁴ kc. Finansujący może wykonać ciążący na nim obowiązek osobiście, przez wydanie rzeczy otrzymanej uprzednio od zbywcy w takim stanie, w jakim znajdowała się ona w chwili wydania finansującemu przez zbywcę, lub, co częściej ma miejsce w praktyce, upoważnić korzystającego do odebrania rzeczy od zbywcy w jego imieniu. Dużą zaletą drugiego rozwiązania jest możliwość sprawdzenia przez korzystającego czy rzecz odpowiada kryteriom i właściwościom określonym w umowie leasingu.

Obowiązek wydania rzeczy korzystającemu w przypadku leasingu zwrotnego odbywa się bez faktycznego przekazywania władztwa nad rzeczą, a jedynie na mocy porozumienia stron umowy leasingu, zgodnie z którym korzystający jako dotychczasowy posiadacz samoistny zachowuje rzecz we władaniu, ale jako posiadacz zależny na podstawie umowy leasingu.

Finansujący obowiązany jest wydać korzystającemu razem z rzeczą odpis umowy ze zbywcą lub odpisy innych posiadanych dokumentów dotyczących tej umowy, w szczególności odpis dokumentu gwarancyjnego co do jakości rzeczy, otrzymanego od zbywcy lub producenta, jak również dokumenty związane z eksploatacją rzeczy, np. instrukcje obsługi.

Zgodnie z art. 709⁴ § 2 kc finansujący nie odpowiada wobec korzystającego za przydatność rzeczy do umówionego użytku – ryzyko nieprzydatności ponosi korzystający. Zapis taki, charakterystyczny dla leasingu finansowego pośredniego jest konsekwencją przyznania korzystającemu wpływu na wybór zbywcy rzeczy i warunki nabycia rzeczy.

Miejsce i termin wydania rzeczy korzystającemu powinny być określone w umowie leasingu. W razie braku zapisów na ten temat w umowie, kwestie te regulowały będą przepisy ogólne dotyczące zobowiązań z kc, zgodnie z którymi obowiązek wydania rzeczy powstaje niezwłocznie po wezwaniu przez korzystającego. Jeden ze skutków niewykonania obowiązku wydania rzeczy w terminie ze względu na okoliczności, za które odpowiedzialność ponosi korzystający reguluje art. 709³ kc, a mianowicie niezmiennosc terminów płatności rat leasingowych. Analogicznie, jeśli odpowiedzialność za niewykonanie obowiązku wydania rzeczy spoczywa na finansującym nie może on domagać się rat wynagrodzenia, a początek płatności rat nastąpi dopiero z chwilą wydania rzeczy.

Na podstawie przepisów ogólnych dotyczących wykonywania zobowiązań zwłoka finansującego w terminowym wydaniu rzeczy uprawnia korzystającego do żądania wykonania świadczenia i naprawienia szkody wynikłej ze zwłoki, a nawet do odstąpienia od umowy leasingu (art. 477, 491, 493 kc).

4.3.2.1.3. Uprawnienie do sprawdzania przedmiotu leasingu przez finansującego

Finansujący ma prawo do sprawdzania co pewien czas przedmiotu leasingu pod kątem utrzymania go przez korzystającego w należyтым stanie i dokonywanych konserwacji oraz napraw (art. 709⁷ § 3 kc). W związku z dyspozytywnym charakterem omawianego przepisu strony mogą rozszerzyć zakres sprawowanej przez finansującego kontroli. Kontrola odbywa się po uprzednim powiadomieniu korzystającego i uzgodnieniu z nim terminu.

4.3.2.1.4. Uprawnienie do zbycia rzeczy

Fakt, że finansujący oddał rzecz w leasing, nie pozbawia go podstawowego uprawnienia właściciela rzeczy jakim jest prawo jej zbycia (art. 709¹⁴ kc). W wyniku zbycia przedmiotu leasingu pozycja prawna korzystającego nie ulega zmianie, gdyż nabywca rzeczy wstępuje w stosunek leasingu w miejsce finansującego. Dlatego też zbycie rzeczy nie uprawnia korzystającego do odstąpienia od umowy leasingu i nie wymaga się również jego zgody na zbycie rzeczy przez finansującego. Jedynym obowiązkiem finansującego jest niezwłoczne powiadomienie korzystającego o zbyciu rzeczy celem wskazania mu nowego podmiotu, na rzecz którego wykonywane będą obowiązki wynikające z umowy leasingu.

Omawiana regulacja ma zastosowanie również do zbycia przedmiotu leasingu w toku postępowania egzekucyjnego i upadłościowego¹⁵⁶.

4.3.2.2. Prawa i obowiązki korzystającego

4.3.2.2.1. Wynagrodzenie pieniężne

Zapłata wynagrodzenia pieniężnego to podstawowy obowiązek korzystającego.

Kodeks ustala minimalne wynagrodzenie – ma być co najmniej równe cenie lub wynagrodzeniu z tytułu nabycia rzeczy przez finansującego (art. 709¹ kc). Z reguły wynagrodzenie to obejmuje także odsetki od kredytu, jeśli zaciągnął go finansujący w celu nabycia rzeczy, zysk finansującego (provizję), premię za ponoszenie zwiększonego ryzyka transakcji i tym podobne koszty.

Wynagrodzenie ma charakter świadczenia jednorazowego, ale płatnego w ratach rozłożonych tak, aby płacone były przez cały okres trwania leasingu (art. 709¹³ kc). Wielkość rat i sposób ich rozłożenia w czasie (to czy będą miały charakter progresywny, regresywny czy też równy, czy będą płatne regularnie czy nieregularnie, z góry czy z dołu) określają strony w umowie. Zgodnie z kc nie ma przeszkód, aby korzystający spłacił wynagrodzenie należne finansującemu wcześniej, czyli przed ustalonym

¹⁵⁶ J. Brol, *Umowa...*, op. cit., Rozdział piąty, pkt V, 6.

terminem płatności, nie oznacza to jednak, że umowa leasingu zakończy się wcześniej, będzie ona trwała tak długo, jak określiły to strony w umowie.

Dla zagwarantowania płatności wynagrodzenia w umowach leasingu stosuje się często zabezpieczenia rzeczowe (np. zastaw, hipotekę, przewłaszczenie rzeczy ruchomych na zabezpieczenie, kaucję) i osobowe (np. poręczenie, weksel, gwarancje, poddanie się korzystającego egzekucji w formie notarialnej). Zabezpieczenia uruchamiane są, gdy dłużnik zalega z zapłatą rat leasingowych i nie chce ich dobrowolnie płacić, a mają na celu szybkie i efektywne wyegzekwowanie należności finansującego.

Inną bardzo surową sankcją za uchybienie obowiązкови terminowego regulowania rat wprowadza art. 709¹³ § 2 kc. Mianowicie, jeżeli korzystający dopuszcza się zwłoki z zapłatą co najmniej jednej raty, finansujący powinien wyznaczyć na piśmie korzystającemu odpowiedni termin dodatkowy (rozsądny) do zapłacenia zaległości z zagrożeniem, że w razie bezskutecznego upływu wyznaczonego terminu może wypowiedzieć umowę leasingu ze skutkiem natychmiastowym, chyba że strony uzgodniły termin wypowiedzenia. Postanowienia umowne mniej korzystne dla korzystającego są nieważne, zamiast nich, o ile zostały zawarte w umowie, stosuje się regulacje art. 709¹³ § 2 kc.

4.3.2.2.2. Obowiązek ubezpieczenia rzeczy

Obowiązek ubezpieczenia rzeczy będącej przedmiotem leasingu nie wynika z regulacji kodeksowych, ustanawiają go jednak często odrębne ustawy, np. obowiązkowe ubezpieczenie komunikacyjne OC.

Regulacje kodeksu nie przesądzają również kogo mają obciążać koszty ubezpieczenia przedmiotu leasingu. Kodeks cywilny stanowi jedynie (art. 709⁶ kc), że jeżeli w umowie leasingu zastrzeżono, że korzystający obowiązany jest ponosić koszty ubezpieczenia rzeczy od jej utraty w czasie trwania leasingu, w braku odmiennego postanowienia umownego, koszty te obejmują składkę z tytułu ubezpieczenia na ogólnie przyjętych warunkach.

W praktyce obrotu leasingowego w interesie obu stron umowy ubezpiecza się przedmiot leasingu i zazwyczaj koszty te obciążają korzystającego.

4.3.2.2.3. Zasady korzystania z rzeczy i obowiązek utrzymania jej w należytym stanie

Zgodnie z art. 709⁹ kc korzystający powinien używać rzeczy i pobierać jej pożytki w sposób określony w umowie leasingu, a gdy umowa tego nie określa – w sposób odpowiadający właściwościom i przeznaczeniu rzeczy. Regulacja ta na plan pierwszy wysuwa zasady korzystania z rzeczy określone w umowie przez jej strony, które często powołują się na instrukcje obsługi przygotowane przez producentów, zawierające sposoby i zakres korzystania z rzeczy.

W ścisłym związku z zasadami korzystania z przedmiotu leasingu pozostaje przepis art. 709¹⁰, na mocy którego bez zgody finansującego korzystający nie może czynić w rzeczy zmian, chyba że wynikają one z przeznaczenia rzeczy. Ewentualna zgoda finansującego na potencjalne zmiany musi być wyrażona w umowie leasingu lub na piśmie już w trakcie trwania umowy. Zgody nie wymagają zmiany, których konieczność dokonania wynika z przeznaczenia rzeczy.

Na korzystającym ciąży ponadto obowiązek utrzymania rzeczy w należytym stanie, polegający między innymi na dokonywaniu konserwacji rzeczy i napraw niezbędnych do zachowania jej w stanie niepogorszonym, z uwzględnieniem jej zużycia wskutek prawidłowego używania (art. 709⁷ kc). Na korzystającym spoczywają też ciężary związane z własnością lub posiadaniem rzeczy, czyli różnego rodzaju zobowiązania publicznoprawne, w tym podatkowe, obowiązkowe ubezpieczenia, koszty rejestracji, homologacji, itp. Strony już w umowie leasingu mogą zastrzec, że konserwacji i napraw przedmiotu leasingu dokonywać może wyłącznie osoba mająca odpowiednie kwalifikacje. W braku takiego zastrzeżenia korzystający ma obowiązek niezwłocznego powiadamiania finansującego o konieczności każdej istotnej naprawy rzeczy (art. 709⁷ § 2 kc). Korzystający obowiązany jest znosić zagwarantowane ustawowo finansującemu prawo do kontroli przedmiotu leasingu w zakresie jego utrzymania i dokonywanych konserwacji czy napraw.

Nieprawidłowe korzystanie z przedmiotu leasingu, dokonywanie zmian w sposób niezgodny z prawem, jak i naruszenie obowiązku utrzymania rzeczy w należytym stanie mogą być podstawą do wypowiedzenia umowy leasingu przez finansującego po uprzednim upomnieniu na piśmie korzystającego zgodnie z art. 709¹¹ kc.

4.3.2.2.4. Uprawnienia związane z rękojmią i gwarancją

Ochronę korzystającego w razie wad przedmiotu leasingu reguluje art. 709⁸ kc.

Co do zasady finansujący nie odpowiada wobec korzystającego za wady rzeczy. Wyjątkiem jest powstanie szkody w sytuacjach, za które odpowiedzialność ponosi finansujący, np. wada powstała w okresie, gdy rzecz znajdowała się we władaniu finansującego. Tak ukształtowanej odpowiedzialności finansującego strony nie mogą wyłączyć umownie, mogą jednak ją rozszerzyć tak, aby była korzystniejsza dla korzystającego.

Brak odpowiedzialności finansującego względem korzystającego rekompensowany jest, zgodnie z art. 709⁸ § 2 kc, przejściem z mocy prawa z finansującego na korzystającego uprawnień wobec zbywcy rzeczy z tytułu wad rzeczy, uprawnień zarówno w zakresie rękojmi za wady, jak i z tytułu gwarancji co do jakości rzeczy. Przejściem objęte nie jest jedynie uprawnienie do odstąpienia od umowy ze zbywcą i przysługujące ono nadal finansującemu, jednak pod warunkiem zgłoszenia przez korzystającego żądania w tej materii. Bez zgłoszenia żądania przez korzystającego finansujący od

umowy odstąpić nie może, dokonanie takiej czynności wbrew zakazowi ustawy powoduje, że jest ona bezwzględnie nieważna.

Skutkiem odstąpienia przez finansującego od umowy ze zbywcą jest wygaśnięcie umowy leasingu. Wówczas finansujący może żądać od korzystającego natychmiastowego zapłacenia wszystkich przewidzianych w umowie, a niezapłaconych rat, pomniejszonych o korzyści, jakie finansujący uzyskał wskutek ich zapłaty przed umówionym terminem i wygaśnięcia umowy leasingu oraz umowy ze zbywcą (art. 709⁸ § 4 kc). Takie uregulowanie skutków odstąpienia od umowy ze zbywcą przerzuca ryzyko całej transakcji na korzystającego, podczas gdy wydaje się słusznym, aby finansujący, jako kontrahent zbywcy uzgadniający ze zbywcą treść umowy choćby w niewielkim stopniu ponosił ryzyko dostarczenia przez zbywcę rzeczy z wadami¹⁵⁷.

Wykonanie przez korzystającego uprawnień związanych z rękojmią i gwarancją nie wpływa na jego obowiązki wynikające z umowy leasingu, czyli nie może on domagać się nawet obniżenia rat leasingowych w związku z naprawą rzeczy czy wyłączeniem jej z używania chyba, że finansujący odstąpi od umowy ze zbywcą z powodu wad rzeczy.

W związku z tym, że uprawnienia związane z rękojmią nie są jednolicie unormowane, zakres uprawnień korzystającego każdorazowo zależał będzie od tego, na podstawie jakiej umowy przedmiot leasingu został nabyty od zbywcy i w grę wchodzić będą przepisy o: sprzedaży, dostawie, umowie o dzieło, sprzedaży na raty czy umowie o roboty budowlane.

4.3.2.2.5. Uprawnienie korzystającego do nabycia przedmiotu leasingu – opcja własności

Ustawodawca mając na uwadze praktykę dotychczasowego obrotu leasingowego, jak również specyfikę umowy, przewidział w regulacji kodeksowej możliwość przeniesienia własności rzeczy po zakończeniu trwania umowy leasingu z finansującego na korzystającego. Z praktycznego punktu widzenia jest to korzystne dla obu stron umowy. Rozwiązanie takie jest wygodne i opłacalne dla korzystającego, gdyż może nabyć rzecz na korzystniejszych warunkach po okresie długiego jej eksploatowania i użytkować ją nadal. Podobnie korzystne jest to dla finansującego, zajmującego się zazwyczaj jedynie finansowaniem transakcji, który nie jest zainteresowany bezpośrednim korzystaniem z przedmiotu leasingu, a który bez zastosowania opcji własności wróciłby do niego po zakończeniu okresu trwania umowy.

Kodeks przewiduje uprawnienie korzystającego do nabycia własności przedmiotu leasingu po zakończeniu trwania umowy na warunkach określonych w umowie leasingu i art. 709¹⁶ kc. Regulacja ta powszechnie w obrocie nazywana jest opcją własności, odkupu lub zakupu. Zgodnie z unormowaniem ustawowym, jeżeli finansujący zobowiązał się bez dodatkowego świadczenia przenieść na korzystającego własność

¹⁵⁷ M. Pazdan, [w:] K. Pietrzykowski, *Kodeks ...*, op. cit., s. 333.

rzeczy po upływie oznaczonego w umowie czasu trwania leasingu, korzystający może żądać przeniesienia własności rzeczy w terminie miesiąca od upływu tego czasu, chyba że strony uzgodniły inny termin.

Opcja własności nie jest elementem koniecznym umowy leasingu, ma ona być samodzielną i może być klauzulą zamieszczoną w umowie lub też odrębnym od umowy porozumieniem stron. Zazwyczaj opcja realizowana jest poprzez: jednostronnie zobowiązującą umowę przedwstępną, gotową umowę, której skutek uzależniony jest od złożenia oświadczenia woli strony o chęci skorzystania z niej, ofertę o oznaczonym z góry terminie wiązania czy zastrzeżenie prawa pierwokupu.

Unormowana w kodeksie opcja własności charakteryzuje się tym, że jest nieodpłatna, konieczne są oświadczenia obu stron umowy w tym zakresie i żądanie korzystającego musi być złożone w terminie określonym w kodeksie, o ile umowa leasingu nie wprowadziła innego terminu.

Co do nieodpłatności opcji własności zaznaczyć trzeba, że nie jest to umowa darowizny. Nie każda bowiem nieodpłatna czynność prawna ma taki charakter, przeciwnie, darowizna jest jedynie jedną z postaci czynności prawnych nieodpłatnych. Trudno dociec motywów, którymi kierował się ustawodawca przy tej regulacji, diametralnie odmiennej od dotychczasowej praktyki leasingowej. Można sądzić, że wprowadzenie zasady nieodpłatności w opcji własności było podyktowane ustaleniem minimalnego wynagrodzenia za korzystanie z przedmiotu leasingu o wysokości jego ceny, o czym była już mowa. Finansujący uzyskał już swoją podstawową należność za korzystanie z rzeczy w ustalonym umownie wynagrodzeniu pieniężnym¹⁵⁸.

Tak zarysowana regulacja ustawowa nie wyklucza możliwości zobowiązania się finansującego do odpłatnego przeniesienia własności rzeczy, przy czym wówczas do oceny skutków takiego zobowiązania nie znajdzie zastosowania art. 709¹⁶ kc, a przepisy dotyczące umowy przedwstępnej, umowy zobowiązującej do sprzedaży lub innej umowy zobowiązującej do przeniesienia własności.

4.3.3. Zakończenie leasingu

Przyczynami zakończenia leasingu mogą być:

- wygaśnięcie z upływem terminu, na jaki umowa była zawarta,
- rozwiązanie umowy leasingu na podstawie zasad ogólnych prawa cywilnego w drodze porozumienia stron,
- wypowiedzenie dokonane przez finansującego,
- wypowiedzenie dokonane przez korzystającego,

¹⁵⁸ J. Brol, *Umowa leasingu według kodeksu cywilnego*, Przegląd Podatkowy, 6/2001, s. 11.

- wygaśnięcie na skutek utraty rzeczy,
- wygaśnięcie na skutek odstąpienia przez finansującego od umowy ze zbywcą,
- wygaśnięcie na skutek odstąpienia od umowy przez jedną ze stron.

Wymienione przyczyny zakończenia leasingu wraz ze skutkami, które się z nimi wiążą zostaną omówione poniżej.

4.3.3.1. Wygaśnięcie z upływem terminu, na jaki umowa była zawarta

Umowa leasingu jako umowa terminowa, zawierana na czas ściśle oznaczony wygasa z upływem czasu, na jaki została zawarta. Po wygaśnięciu leasingu strony dotychczasowej umowy mogą zawrzeć inną umowę polegającą na korzystaniu z rzeczy, np. umowę najmu czy dzierżawy, lub też na podstawie istniejącej klauzuli o opcji własności lub porozumienia stron, przenieść na dotychczasowego korzystającego własność rzeczy. Jeśli nie doszło do przeniesienia własności przedmiotu leasingu, na korzystającym ciąży obowiązek niezwłocznego zwrotu rzeczy finansującemu w stanie niepogorszonym na podstawie art. 709¹⁷ kc w związku z przepisami regulującymi najem. Jeśli rzecz została ulepszona przez korzystającego za zgodą finansującego, to znaczy, nadane jej zostały jakieś pożyteczne właściwości, których wcześniej nie miała lub zwiększyła się jej wartość, finansujący, jeśli chce zatrzymać ulepszenia obowiązany jest zapłacić sumę odpowiadającą ich wartości, w przeciwnym przypadku może żądać przywrócenia stanu poprzedniego rzeczy. Ulepszenia dokonane bez zgody finansującego nie rodzą żadnych roszczeń po stronie korzystającego.

4.3.3.2. Rozwiązanie umowy leasingu na podstawie zasad ogólnych prawa cywilnego w drodze porozumienia stron

Co do zasady, umowa leasingu jako umowa terminowa, nie podlega wcześniejszemu rozwiązaniu poza szczególnymi przypadkami przewidzianymi w tytule dotyczącym leasingu. Jednak na gruncie podstawowej dla prawa cywilnego zasady swobody umów zawartej w art. 353¹ kc, o wcześniejszym rozwiązaniu umowy mogą postanowić zgodnie jej strony i ustawa nie wprowadza w tej materii żadnych zakazów czy ograniczeń.

4.3.3.3. Wypowiedzenie dokonane przez finansującego

Ustawodawca przewiduje możliwość wypowiedzenia umowy leasingu przez finansującego, które jest swoistą sankcją za niewykonanie lub nienależyte wykonanie obowiązków ustawowych ciążyących na korzystającym. Dotyczy to następujących obowiązków:

- utrzymania rzeczy w należyтым stanie, jej konserwacji i napraw, ponoszenia ciężarów związanych z własnością, informowania finansującego o konieczności dokonywania istotnych napraw (art. 709⁷ kc),
- zgodnego z ustawą, właściwościami i przeznaczeniem korzystania z rzeczy (art. 709⁹ kc),
- powstrzymania się od dokonywania zmian w rzeczy bez zgody finansującego (art. 709¹⁰ kc),
- powstrzymania się od oddawania rzeczy do używania osobie trzeciej bez zgody finansującego (art. 709¹² kc),
- terminowego płacenia rat stanowiących wynagrodzenie finansującego (art. 709¹³ § 2kc).

W powyższych sytuacjach wypowiedzenie wywiera natychmiastowy skutek w postaci rozwiązania umowy, chyba że strony uzgodniły w umowie leasingu inny termin wypowiedzenia. Prawo finansującego do wypowiedzenia uwarunkowane jest w większości z przedstawionych przyczyn od wezwania lub upomnienia skierowanego do korzystającego aby dopełnił obowiązków, którym uchybił. Dopiero brak reakcji ze strony korzystającego otwiera drogę finansującemu do wypowiedzenia umowy.

Skutkiem wypowiedzenia umowy przez finansującego jest obowiązek zwrotu przedmiotu leasingu. Poza tym na podstawie art. 709¹⁵ kc finansujący może żądać od korzystającego natychmiastowego zapłacenia wszystkich przewidzianych w umowie, a niezapłaconych rat, pomniejszonych o korzyści, jakie finansujący uzyskał wskutek rozwiązania umowy leasingu i zapłaty rat przed umówionym terminem. Korzyścią z wcześniej zapłaconych rat będzie kwota niezapłaconych odsetek od kredytu. Korzyścią z rozwiązania umowy leasingu będzie wcześniejsze uzyskanie przedmiotu leasingu, który finansujący może zagospodarować, np. wynająć, wydzierżawić, oddać w leasing innej osobie bądź sprzedać.

4.3.3.4. Wypowiedzenie dokonane przez korzystającego

Tytuł XVII¹ kc nie przewiduje wprost możliwości wypowiedzenia umowy przez korzystającego. Jednak z zestawienia przepisów dotyczących leasingu z przepisami dotyczącymi najmu (art. 709⁸, art. 709¹⁷ w związku z art. 664 § 2 kc), które stosowane mogą być odpowiednio wynika, że w jednym szczególnym przypadku korzystającemu przysługuje uprawnienie do wypowiedzenia umowy. Ma to miejsce wówczas, gdy wada rzeczy powstała na skutek okoliczności, za które finansujący ponosi odpowiedzialność. Jeśli finansujący mimo zawiadomienia nie usuwa wady lub, gdy wady usunąć się nie da, korzystający może wypowiedzieć umowę leasingu bez zachowania terminów wypowiedzenia.

4.3.3.5. Wygaśnięcie na skutek utraty rzeczy

Zgodnie z art. 709⁵ § 1 kc, jeżeli po wydaniu korzystającemu rzecz została utraczona z powodu okoliczności, za które finansujący nie ponosi odpowiedzialności, umowa leasingu wygasa. Regulacja taka jest skutkiem przyjęcia przez ustawodawcę modelu, w którym z momentem wydania rzeczy ryzyko związane z korzystaniem z rzeczy przechodzi na korzystającego. Utratą rzeczy będzie zarówno kradzież, zniszczenie w wyniku zdarzeń losowych, jak i spowodowanych niewłaściwą eksploatacją przedmiotu leasingu przez korzystającego.

Na korzystającym ciąży obowiązek niezwłocznego zawiadomienia finansującego o utracie rzeczy.

Skutkiem takiego wygaśnięcia umowy jest uprawnienie finansującego do żądania od korzystającego natychmiastowego zapłacenia wszystkich przewidzianych w umowie, a niezapłaconych rat, pomniejszonych o korzyści, jakie finansujący uzyskał wskutek ich zapłaty przed umówionym terminem i wygaśnięcia umowy leasingu oraz z tytułu ubezpieczenia rzeczy, a także naprawienia szkody. Skutki wygaśnięcia umowy w sferze uprawnień finansującego podobne są do omawianych już uprawnień powstających w wyniku wypowiedzenia umowy przez finansującego, a uregulowanych w art. 709¹⁵ kc, z tym zastrzeżeniem, że od sumy niezapłaconych rat odlicza się dodatkowo świadczenia uzyskane z tytułu ubezpieczenia rzeczy oraz odszkodowanie z tytułu naprawienia szkody.

4.3.3.6. Wygaśnięcie na skutek odstąpienia przez finansującego od umowy ze zbywcą

Umowa leasingu może wygasnąć również z powodu odstąpienia przez finansującego od umowy ze zbywcą ze względu na wady rzeczy (art. 709⁸ kc). Finansujący może żądać od korzystającego natychmiastowego zapłacenia wszystkich przewidzianych w umowie, a niezapłaconych rat, pomniejszonych o korzyści, jakie finansujący uzyskał wskutek ich zapłaty przed umówionym terminem i wygaśnięcia umowy leasingu oraz umowy ze zbywcą. Konstrukcja tego przepisu jest podobna do omawianego wyżej art. 709⁵ § 3 kc z tą różnicą, że dodatkowymi korzyściami, które mogą pomniejszyć niezapłacone raty są korzyści związane z wygaśnięciem umowy ze zbywcą. Skutkiem odstąpienia przez finansującego od umowy ze zbywcą jest na podstawie art. 494 kc w związku z art. 560 § 2 kc, zwrot pełnej ceny zapłaconej za rzecz, ponadto finansujący ma prawo żądać od zbywcy naprawienia szkody wynikłej z niewykonania zobowiązania. Korzyścią finansującego są więc raty wynagrodzenia w części, w jakiej zawierają należność z tytułu nabycia rzeczy. Finansujący uzyskał bowiem w tej części podwójną należność w zapłaconych już ratach leasingu i w zwrocie pełnej ceny nabycia tej rzeczy¹⁵⁹.

¹⁵⁹ J. Brol, *Umowa...*, op. cit., Rozdział szósty, pkt II, 4.

4.3.3.7. Wygaśnięcie na skutek odstąpienia od umowy przez jedną ze stron

W praktyce obrotu mogą wystąpić również inne przyczyny wygaśnięcia umowy leasingu. Jedną z nich jest odstąpienie od umowy przez finansującego na podstawie art. 491 § 1 kc z powodu zwłoki w odebraniu przez korzystającego przedmiotu leasingu. Finansujący może wyznaczyć korzystającemu odpowiedni dodatkowy termin do odebrania rzeczy z zagrożeniem, iż w razie bezskutecznego upływu wyznaczonego terminu będzie uprawniony do odstąpienia od umowy.

4.4. Leasing w regulacjach podatkowych

4.4.1. Opodatkowanie transakcji leasingu w podatkach dochodowych

6 września 2001 roku przyjęta została nowelizacja ustaw o podatku dochodowym od osób fizycznych i podatku dochodowym od osób prawnych, która wprowadziła do obu ustaw rozdziały 4a regulujące konsekwencje podatkowe transakcji leasingu. Przepisy zmieniające obie ustawy są identyczne, w związku z tym omówione zostaną tylko regulacje dotyczące podatku dochodowego od osób prawnych z przywołaniem odpowiednich przepisów ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych.

Zmiana ustawy zaczęła obowiązywać od 1 października 2001 roku i reguluje skutki podatkowe umów leasingu zawartych po tej dacie. Umowy leasingu zawarte wcześniej oceniane będą zgodnie z przepisami obowiązującymi przed nowelizacją obu ustaw nawet wówczas, jeśli czas obowiązywania umów zawartych przed nowelizacją zostanie przedłużony poza określony czas umowy już po 1 października 2001 roku.

4.4.1.1. Podstawowe pojęcia związane z regulacją leasingu

4.4.1.1.1. Definicja umowy leasingu

Zgodnie z art. 17a pkt 1 updog i art. 23a pkt 1 updog, przez umowę leasingu rozumie się *umowę nazwaną w kodeksie cywilnym, a także każdą inną umowę, na mocy której jedna ze stron, zwana dalej „finansującym”, oddaje do odpłatnego używania albo używania i pobierania pożytków na warunkach określonych w ustawie drugiej stronie, zwanej dalej „korzystającym”, podlegające amortyzacji środki trwałe lub wartości niematerialne i prawne, a także grunty.*

Jak widać z powyższej definicji zakres umowy dla potrzeb podatków dochodowych jest znacznie szerszy niż określony w kodeksie cywilnym.

4.4.1.1.2. Przedmiot umowy leasingu

Rozszerzony został zakres przedmiotowy leasingu. Zgodnie z definicją przedmiotem umowy mogą być środki trwałe podlegające amortyzacji, wartości niematerialne i prawne podlegające amortyzacji, jak również grunty.

4.4.1.1.2.1. Środki trwałe podlegające amortyzacji

Środkami trwałymi podlegającymi amortyzacji są, zgodnie z art. 16 ust. 1 updog i art. 22a ust. 1 updog, stanowiące własność lub współwłasność podatnika, nabyte lub wytworzone we własnym zakresie kompletne i zdatne do użytku w dniu przyjęcia do używania:

- 1) budowle, budynki oraz lokale będące odrębną własnością,
- 2) maszyny, urządzenia i środki transportu,
- 3) inne przedmioty o przewidywanym okresie używania dłuższym niż rok, wykorzystywane przez podatnika na potrzeby związane z prowadzoną przez niego działalnością gospodarczą albo oddane do używania na podstawie umowy najmu, dzierżawy lub umowy określonej w art. 17a pkt 1 updog i w art. 23a pkt 1 updog, zwane środkami trwałymi.

Amortyzacji podlegają również na podstawie art. 16a ust. 2 updog i art. 22a ust. 2 updog niezależnie od przewidywanego okresu używania:

- 1) przyjęte do używania inwestycje w obcych środkach trwałych,
- 2) budynki i budowle wybudowane na cudzym gruncie,
- 3) składniki majątku, wymienione w ust. 1 niestanowiące własności lub współwłasności podatnika, wykorzystywane przez niego na potrzeby związane z prowadzoną działalnością na podstawie umowy określonej w art. 17a pkt 1, zawartej z właścicielem lub współwłaścicielami tych składników – jeżeli zgodnie z przepisami rozdziału dotyczącego opodatkowania leasingu odpisów amortyzacyjnych dokonuje korzystający,
- 4) tabor transportu morskiego w budowie.

4.4.1.1.2.2. Wartości niematerialne i prawne podlegające amortyzacji

Wartościami niematerialnymi i prawnymi podlegającymi amortyzacji są na podstawie art. 16b ust. 1 updog i art. 22b ust. 1 updog, nabyte nadające się do gospodarczego wykorzystania w dniu przyjęcia do używania:

- 1) spółdzielcze własnościowe prawo do lokalu mieszkalnego,
- 2) spółdzielcze prawo do lokalu użytkowego,
- 3) prawo do domu jednorodzinnego w spółdzielni mieszkaniowej,
- 4) autorskie lub pokrewne prawa majątkowe,

- 13) licencje,
- 14) prawa do: wynalazków, patentów, znaków towarowych, wzorów użytkowych, wzorów zdobniczych,
- 15) wartości stanowiące równowartość uzyskanych informacji związanych z wiedzą w dziedzinie: przemysłowej, handlowej, naukowej lub organizacyjnej (*know-how*) – o przewidywanym okresie używania dłuższym niż rok, wykorzystywane przez podatnika na potrzeby związane z prowadzoną przez niego działalnością gospodarczą albo oddane przez niego do używania na podstawie umowy licencyjnej (sublicencji), umowy najmu, dzierżawy lub umowy określonej w art. 17a pkt 1.

4.4.1.1.2.3. Grunty

Grunty jako przedmiot leasingu wyodrębnia definicja ustawowa umowy. Przedmiotem leasingu może być wyłącznie własność gruntu, gdyż prawo wieczystego użytkowania gruntu jako wartość niematerialna i prawna nie polega amortyzacji na podstawie art. 16c pkt 1 updop i art. 22c pkt 1 updof.

4.4.1.1.2.4. Przedsiębiorstwo

W obecnym stanie prawnym trudno jednoznacznie przyjąć, czy przedsiębiorstwo jako całość, czy nawet jego zorganizowana część, może być przedmiotem leasingu w sensie podatkowym. Za nieobjęciem przedsiębiorstwa przedmiotowym zakresem umowy leasingu przemawia to, że nie jest ono wymienione w przytoczonej definicji leasingu, a ponadto przedsiębiorstwo jako całość nie jest przedmiotem amortyzacji, gdyż podlegają jej jedynie środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne podlegające amortyzacji wchodzące w skład przedsiębiorstwa¹⁶⁰.

4.4.1.1.3. Pojęcie umowy leasingu

W porównaniu z kodeksową regulacją znacznie rozszerzone zostało samo pojęcie umowy leasingu, którą dla potrzeb podatków dochodowych jest zarówno umowa nazwana określona w kc jak również każda inna umowa polegająca na oddaniu przedmiotu leasingu do używania i pobierania pożytków na zasadach określonych w ustawie. Takimi innymi umowami, które spełniają powyższe kryteria są umowa najmu i umowa dzierżawy, jak również umowa zawarta w art. 709¹⁸ kc polegająca na oddaniu rzeczy stanowiącej własność oddającego do używania i pobierania pożytków, do której stosuje się odpowiednio przepisy regulujące umowę leasingu.

¹⁶⁰ A. Martowski, M. Kośmider, *Przewodnik po leasingu w Polsce*, FRR, Warszawa 2004, s. 47.

4.4.1.1.4. Podstawowy okres umowy leasingu

Podstawowym okresem umowy leasingu, zgodnie z art. 17a pkt 2 updop i art. 23a pkt 2 updof, jest czas oznaczony, na jaki została zawarta umowa leasingu, z wyłączeniem czasu, na który może być ona przedłużona lub skrócona. Oznacza to, że omawianym zasadom opodatkowania nie podlegają umowy nazywane nawet umowami leasingu, które zawarte są na czas nieoznaczony.

4.4.1.1.5. Wartość hipotetyczna netto, rzeczywista wartość netto, spłata wartości początkowej

Omówienia wymagają również trzy pojęcia, którymi ustawodawca posługuje się przy określaniu wysokości kosztów i przychodów stron leasingu, a mianowicie: wartość hipotetyczna netto, rzeczywista wartość netto i spłata wartości początkowej (art. 17a pkt 5,6,7 updop i art. 23a pkt 5,6,7 updof).

Rzeczywista wartość netto jest to wartość początkowa środków trwałych lub wartości niematerialnych i prawnych zaktualizowana zgodnie z odrębnymi przepisami, pomniejszona o sumę odpisów amortyzacyjnych, ustalonych przy zastosowaniu metody amortyzacji liniowej w oparciu o art. 16h ust. 1 pkt 1 updof i art. 22h ust. 1 pkt 1 updof, niezależnie od przyjętej przez podatnika metody amortyzacji przyspieszonej.

Hipotetyczna wartość netto jest to wartość początkowa określana zgodnie z art. 16g updop i art. 22 g updof pomniejszona o:

- w odniesieniu do środków trwałych – odpisy amortyzacyjne dokonywane metodą degresywną obliczone według zasad określonych w art. 16k ust. 1 updop i art. 22 ust. 1 updof z uwzględnieniem, że odpisy ustalone w wykazie stawek amortyzacyjnych można podwyższać o współczynnik 3, a na nie 2, jak określone jest to w przepisie;
- w odniesieniu do wartości niematerialnych i prawnych – odpisy amortyzacyjne obliczone przy zastosowaniu trzykrotnie skróconych okresów amortyzowania ustalonych dla poszczególnych kategorii wartości niematerialnych i prawnych.

Obydwa te pojęcia są niezbędne do przedstawienia zasad opodatkowania sprzedaży przedmiotu umowy leasingu operacyjnego, po zakończeniu podstawowego okresu. Jeżeli po upływie podstawowego okresu podatkowej umowy leasingu operacyjnego finansujący przenosi na korzystającego własność środków trwałych lub wartości niematerialnych i prawnych, będących przedmiotem tej umowy, to u finansującego¹⁶¹:

- przychodem ze sprzedaży środków trwałych lub wartości niematerialnych i prawnych jest ich wartość wyrażona w cenie określonej w umowie sprzedaży. Jeżeli cena ta jest niższa od wartości hipotetycznej netto środków trwałych lub wartości niematerialnych i prawnych, przychód ten określa się na zasadach ogólnych,

¹⁶¹ M. Grzybowska, J. Zubrzycki, *Leasing. Zagadnienia podatkowe i rachunkowe 2002*, Unimex, Wrocław 2002, s. 77.

to znaczy w wysokości wartości rynkowej stosowanej w obrocie rzeczami lub prawami tego samego rodzaju i gatunku, z uwzględnieniem w szczególności ich stanu i stopnia zużycia oraz czasu i miejsca sprzedaży,

- kosztem uzyskania przychodów przy ustalaniu dochodu ze sprzedaży jest rzeczywista wartość netto.

4.4.1.2. Dwie kategorie umów leasingu w świetle podatku dochodowego

Regulacja opodatkowania umów leasingu w świetle podatku dochodowego wprowadza dwie odmienne kategorie umów o odmiennych skutkach podatkowych. Rozróżnienie to opiera się na tym, która ze stron umowy dokonuje odpisów amortyzacyjnych. Skutkiem wprowadzonego podziału są odmienne zasady ustalania przychodu finansującego i kosztów korzystającego, jak również wykonania odpłatnej opcji własności dla każdej z kategorii umów.

W piśmiennictwie i praktyce przyjęto umowę leasingu uregulowaną w art. 17b updog i art. 23b updog określać jako **leasing operacyjny** zaś uregulowaną w art. 17f updog i art. 23f updog jako **leasing finansowy**¹⁶².

4.4.1.2.1. Opodatkowanie leasingu operacyjnego

4.4.1.2.1.1. Zasady rozliczania przychodów i kosztów w leasingu operacyjnym

Na mocy art. 17b ust. 1 updog i art. 23b ust. 1 updog, opłaty raty wynagrodzenia leasingowego ustalone w umowie leasingu, ponoszone przez korzystającego w podstawowym okresie umowy z tytułu używania środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych stanowią przychód finansującego i odpowiednio koszt uzyskania przychodów korzystającego.

Dla korzystającego opłaty leasingowe w całości będą stanowiły koszt uzyskania przychodu, ale nie ma on prawa dokonywania odpisów amortyzacyjnych.

Prawo do ustalania odpisów amortyzacyjnych ma finansujący, który w tym zakresie stosuje ogólne metody amortyzacji przyjęte ustawowo.

4.4.1.2.1.2. Kryteria, jakie musi spełnić umowa, aby mogła być uznana za leasing operacyjny

Umowa leasingu musi spełnić łącznie trzy następujące warunki, aby móc zakwalifikować ją jako leasing operacyjny (art. 17b ust. 1 i 2 updog i art. 23b ust. 1 i 2 updog) i opodatkować na zasadach opisanych powyżej:

¹⁶² M. Snopczyński, *Zmiany w opodatkowaniu leasingu w podatku dochodowym i podatku od towarów i usług*, Monitor Podatkowy, 11/2001, Dodatek Leasing, s. 6.

- 1) została zawarta na czas oznaczony,
 - a) jeżeli jej przedmiotem są podlegające odpisom amortyzacyjnym rzeczy ruchome lub wartości niematerialne i prawne okres umowy leasingu musi trwać co najmniej 40% normatywnego okresu amortyzacji,
 - b) jeżeli jej przedmiotem są podlegające odpisom amortyzacyjnym nieruchomości okres umowy leasingu musi trwać co najmniej 10 lat oraz
- 2) suma ustalonych w umowie opłat, pomniejszona o należny podatek od towarów i usług, odpowiada co najmniej wartości początkowej środków trwałych lub wartości niematerialnych i prawnych,
 - a) przy czym, jeżeli w umowie została określona cena, po której korzystający ma prawo nabyć przedmiot leasingu po zakończeniu okresu umowy, cenę tę uwzględnia się w sumie opłat,
 - b) do sumy opłat nie zalicza się: płatności na rzecz finansującego za świadczenia dodatkowe, podatków, w których obowiązek podatkowy ciąży na finansującym z tytułu własności lub posiadania środków trwałych, składek na ubezpieczenie tych środków trwałych, jeżeli w umowie leasingu zastrzeżono, że korzystający będzie ponosił ciężar tych podatków i składek niezależnie od opłat za używanie oraz kaucji określonej w umowie wpłaconej finansującemu przez korzystającego (kaucja jest również neutralna podatkowo, nie jest ani przychodem finansującego, ani kosztem korzystającego) oraz
- 3) finansujący w dniu zawarcia umowy leasingu nie korzysta ze zwolnień w podatku dochodowym przysługujących na podstawie:
 - a) art. 6 updop,
 - b) przepisów o specjalnych strefach ekonomicznych,
 - c) art. 23 i 37 ustawy z dnia 14 czerwca 1991 roku o spółkach z udziałem zagranicznym.

Jeśli finansujący korzystałby z wymienionych powyżej zwolnień, to mimo spełnienia pozostałych warunków umowy leasingu operacyjnego stosować należy rozliczenia podatkowe właściwe dla umów leasingu finansowego.

4.4.1.2.1.3. Skutki podatkowe zakończenia podstawowego okresu leasingu

Ustawodawca przewidział trzy różne sposoby postępowania z przedmiotem leasingu po zakończeniu podstawowego okresu leasingu, a mianowicie:

- sprzedaż przedmiotu leasingu korzystającemu,
- sprzedaż przedmiotu leasingu osobie trzeciej,
- oddanie przedmiotu leasingu do dalszego używania korzystającemu.

Dla każdego z tych sposobów postępowania określone zostały odrębnie skutki podatkowe.

4.4.1.2.1.4. Sprzedaż przedmiotu leasingu korzystającemu

Jeżeli po upływie podstawowego okresu umowy leasingu finansujący przenosi na korzystającego własność przedmiotu leasingu, wówczas na mocy art. 17c updop i art. 23c updof:

- 1) przychodem jest wartość przedmiotu leasingu wyrażona w cenie określonej w umowie sprzedaży; jeżeli jednak cena ta jest niższa od hipotetycznej wartości netto środków trwałych lub wartości niematerialnych i prawnych, przychód ten określa się w wysokości wartości rynkowej według zasad określonych w art. 14 updop i art. 19 updof,
- 2) kosztem uzyskania przychodów przy ustalaniu dochodu ze sprzedaży jest rzeczywista wartość netto.

Przychodem do opodatkowania dla finansującego jest, co do zasady, cena ustalona przez strony w umowie leasingu, o ile jest ona wyższa lub równa wartości hipotetycznej. Takie określenie wysokości przychodu może mieć miejsce tylko, gdy sprzedaż następuje po zakończeniu podstawowego okresu umowy. Nie ma znaczenia, kiedy strony określą cenę sprzedaży, może być ona zawarta w umowie leasingowej przy jej zawieraniu, jak i później przy samej sprzedaży.

W przypadku, gdy cena ustalona przez strony będzie niższa od wartości hipotetycznej netto, lub sprzedaż będzie dokonywana przed zakończeniem podstawowego okresu umowy leasingu przychód określany będzie w wysokości wartości rynkowej. Zasady oszacowania przychodu w takich sytuacjach określają przepisy art. 14 updop i art. 19 updof, zgodnie z którymi, przychodem z odpłatnego zbycia rzeczy lub praw majątkowych jest ich wartość wyrażona w cenie określonej w umowie. Jeżeli jednak cena bez uzasadnionej przyczyny znacznie odbiega od wartości rynkowej, przychód określa organ podatkowy w wysokości wartości rynkowej. Organ podatkowy wzywa strony umowy do zmiany tej wartości lub wskazania przyczyn uzasadniających podanie ceny znacznie odbiegającej od wartości rynkowej. W razie nieudzielenia odpowiedzi, niedokonania zmiany wartości lub niewskazania przyczyn, które uzasadniają podanie ceny odbiegającej od wartości rynkowej, organ podatkowy określi wartość z uwzględnieniem opinii biegłego. Jeżeli wartość określona w ten sposób odbiega co najmniej o 33% od wartości wyrażonej w cenie, koszty opinii biegłego lub biegłych ponosi zbywający. Wartość rynkową wylicza się na podstawie cen rynkowych stosowanych w obrocie rzeczami lub prawami tego samego rodzaju i gatunku, z uwzględnieniem w szczególności ich stanu i stopnia zużycia oraz czasu i miejsca odpłatnego zbycia.

Kosztem uzyskania przychodu ze sprzedaży przedmiotu leasingu na rzecz korzystającego jest rzeczywista wartość netto, czyli początkowa wartość przedmiotu leasingu powiększona o ewentualne nakłady podwyższające jej wartość początkową pomniejszona o dokonane odpisy amortyzacyjne.

Efektem bezpośrednim sprzedaży przedmiotu leasingu korzystającemu będzie zwykle strata podatkowa, gdyż koszt będzie przewyższał przychód, jest to efektem przyjętego sposobu obliczania hipotetycznej wartości netto stanowiącej przychód finansującego oraz rzeczywistej wartości netto będącej jego kosztem¹⁶³.

4.4.1.2.1.5. Sprzedaż przedmiotu leasingu osobie trzeciej

Zgodnie z art. 17d upodp i art. 23d updof, jeżeli po upływie podstawowego okresu umowy leasingu finansujący przenosi na osobę trzecią własność przedmiotu leasingu przy określaniu przychodu ze sprzedaży i kosztu jego uzyskania stosuje się zasady ogólne ustalania przychodu określone w przepisach art. 12-16 upodp i art. 14, 19, 22 i 23 updof. Nie mają tu zastosowania preferencyjne zasady ustalania przychodu.

Jednocześnie przepisy przewidują konieczność rozliczenia się finansującego z korzystającym z ceny uzyskanej ze sprzedaży przedmiotu leasingu. Finansujący zobowiązany jest do wypłaty korzystającemu ewentualnej rekompensaty z tytułu rezygnacji z opcji zakupu w szczególności w przypadku, gdy wartość możliwa do uzyskania ze sprzedaży przedmiotu leasingu jest wyższa od ceny ustalonej w opcji zakupu.

Kwota wypłacona korzystającemu stanowi koszt uzyskania przychodu finansującego w dniu zapłaty do wysokości różnicy pomiędzy rzeczywistą wartością netto a hipotetyczną wartością netto. Kwota otrzymana przez korzystającego stanowi jego przychód w dniu jej otrzymania.

4.4.1.2.1.6. Oddanie przedmiotu leasingu do dalszego używania korzystającemu

Ustawodawca przewidział również sytuację, w której korzystający nie jest zainteresowany nabyciem przedmiotu leasingu, ale jest zainteresowany dalszym jego używaniem zaś finansujący ma problemy ze zbyciem przedmiotu leasingu osobie trzeciej. Wówczas dochodzi w praktyce do oddania korzystającemu przedmiotu leasingu do dalszego używania za opłaty niższe niż powszechnie stosowane przy umowach leasingowych tego typu przedmiotów.

W takiej sytuacji, zgodnie z art. 17e upodp i art. 23e updof, przychodem finansującego i odpowiednio kosztem uzyskania przychodów korzystającego są opłaty ustalone przez strony tej umowy.

¹⁶³ A. Martowski, M. Kośmider, *Przewodnik po leasingu...*, op. cit., s. 103.

4.4.1.2.1.7. Opodatkowanie leasingu finansowego

Zasady rozliczania przychodów i kosztów w leasingu finansowym

Na mocy art. 17f ust. 1 i 2 updop i art. 23f ust. 1 i 2 updof, leasing finansowy charakteryzuje się tym, że do przychodów finansującego i odpowiednio do kosztów uzyskania przychodów korzystającego nie zalicza się opłat z tytułu leasingu w części stanowiącej spłatę wartości początkowej przedmiotu leasingu. Czyli spłata wartości początkowej jest neutralna podatkowo. Skutki podatkowe umowy leasingu finansowego odnoszą się do różnicy między opłatą leasingową a spłatą wartości początkowej przedmiotu leasingu. Różnica ta nazywana jest częścią odsetkową i stanowi wynagrodzenie za świadczenie usługi leasingu (opłata manipulacyjna, prowizja i inne opłaty związane z zawarciem i obsługą umowy).

W transakcji leasingu finansowego przychodem finansującego jest część odsetkowa, kosztem uzyskania przychodu są bieżące koszty związane z obsługą umowy leasingu, nie są zaś kosztami odpisy amortyzacyjne od przedmiotu leasingu.

Korzystający w transakcji leasingu finansowego ma dwa rodzaje kosztów: odpisy amortyzacyjne od przedmiotu leasingu i odsetkową część opłaty z tytułu umowy leasingu płaconą finansującemu.

Jeżeli wysokość kwot spłaty wartości przedmiotu leasingu przypadających na poszczególne opłaty nie jest określona w umowie leasingu, ustala się je proporcjonalnie do okresu trwania tej umowy.

Kryteria, jakie musi spełnić umowa, aby mogła być uznana za leasing finansowy

Umowa leasingu musi spełnić łącznie następujące warunki, aby móc zakwalifikować ją jako leasing finansowy (art. 17f ust. 1 updop i art. 23f ust. 1 updof) i opodatkować na zasadach opisanych powyżej:

- 1) została zawarta na czas oznaczony,
- 2) suma ustalonych w umowie opłat, pomniejszona o należny podatek od towarów i usług, odpowiada co najmniej wartości początkowej środków trwałych lub wartości niematerialnych i prawnych (zasady ustalania sumy opłat są identyczne jak w przypadku leasingu operacyjnego),
- 3) umowa zawiera postanowienie, że odpisów amortyzacyjnych w podstawowym okresie umowy leasingu dokonuje korzystający.

Umowa leasingu będzie każdorazowo kwalifikowana pod względem podatkowym jako leasing finansowy, jeżeli finansujący w dniu zawarcia umowy korzysta ze zwolnień podmiotowych w podatku dochodowym od osób fizycznych przysługujących na podstawie: art. 6 updop, przepisów o specjalnych strefach ekonomicznych lub art. 23 i 37 ustawy z dnia 14 czerwca 1991 roku o spółkach z udziałem zagranicznym (art. 17b ust. 1 pkt 3 updop i art. 23b ust. 1 pkt 3 updof).

Skutki podatkowe zakończenia podstawowego okresu leasingu

Ustawodawca podobnie jak przy leasingu operacyjnym przewidział trzy różne sposoby postępowania z przedmiotem leasingu po zakończeniu podstawowego okresu leasingu, odmiennie jednak określił ich skutki w podatku dochodowym.

4.4.1.2.1.8. Sprzedaż przedmiotu leasingu korzystającemu

Jeżeli po upływie podstawowego okresu umowy leasingu finansujący przenosi na korzystającego własność przedmiotu leasingu, przychodem finansującego ze sprzedaży jest wartość przedmiotu wyrażona w cenie określonej w umowie sprzedaży, także wtedy, gdy odbiega ona znacznie od jej wartości rynkowej. Tak uregulowana w art. 17g ust. 1 updop i art. 23g ust. 1 updof kwestia ceny, bez jakichkolwiek ograniczeń co do jej minimalnej wysokości jest bardzo korzystna dla finansującego, gdyż pozwala na sprzedaż przedmiotu leasingu poniżej jego wartości rynkowej.

Do kosztów uzyskania przychodów finansującego nie zalicza się wydatków poniesionych przez finansującego na nabycie lub wytworzenie przedmiotu leasingu. Za koszt finansujący uznać może różnicę między wydatkami na nabycie bądź wytworzenie przedmiotu leasingu a spłatą wartości początkowej przedmiotu. Spłatą jest faktycznie otrzymana przez finansującego równowartość wartości początkowej przedmiotu leasingu płaconej przez korzystającego w ustalonych w umowie leasingu ratach. W konsekwencji niespłaconą faktycznie przez korzystającego część rat leasingowych będzie dla finansującego dodatkowym kosztem uzyskania przychodu.

4.4.1.2.1.9. Sprzedaż przedmiotu leasingu osobie trzeciej

Zgodnie z art. 17h ust. 1 uodp i art. 23h ust. 1 updof, jeśli po upływie podstawowego okresu umowy leasingu finansujący przenosi na osobę trzecią własność przedmiotu umowy leasingu i przewidziana jest wypłata kompensaty na rzecz dotychczasowego korzystającego, przychód finansującego ustala się na podstawie cen rynkowych przedmiotu w oparciu o przepisy art. 12-14 updop i art. 14,19 updof.

Kosztem uzyskania przychodów finansującego są wydatki poniesione przez finansującego na nabycie lub wytworzenie przedmiotu leasingu pomniejszone o spłatę wartości początkowej przedmiotu leasingu.

Kwota kompensaty wypłacona korzystającemu stanowi koszt uzyskania przychodów finansującego, który nie jest ograniczony, tak jak ma to miejsce w przypadku sprzedaży przedmiotu leasingu osobie trzeciej po zakończeniu leasingu operacyjnego. Otrzymana wypłata kompensaty jest przychodem korzystającego w dniu jej otrzymania.

4.4.1.2.1.10. Oddanie przedmiotu leasingu do dalszego używania korzystającemu

Jeżeli po upływie podstawowego okresu umowy leasingu finansujący oddaje korzystającemu do dalszego używania przedmiot leasingu, przychodem finansującego i odpowiednio kosztem uzyskania przychodów korzystającego są opłaty ustalone przez strony, także wtedy, gdy odbiegają znacznie od wartości rynkowej (art. 17g ust. 2 updog i art. 23g ust. 2 updog). W przytoczonej regulacji w odróżnieniu od leasingu operacyjnego przepisy pozwalają na ustalenie przez strony umowy opłat za używanie w wysokości znacznie odbiegającej od wartości rynkowej.

W przypadku oddania przedmiotu leasingu do dalszego używania korzystającemu po zakończeniu umowy leasingu finansowego powstaje problem, która ze stron dotychczasowej umowy uprawniona jest do dokonywania odpisów amortyzacyjnych. W kontekście art. 16f ust. 6 wnioskować należy, że korzystający powinien rozpocząć zaliczanie do kosztów uzyskania przychodów całości opłat leasingowych, a ewentualnych odpisów amortyzacyjnych dokonywać powinien finansujący¹⁶⁴.

4.4.1.3. Leasing gruntów

W art. 17i updog i art. 23i updog ustawodawca odrębnie unormował leasing, przedmiotem którego są grunty, a suma ustalonych w umowie opłat odpowiada co najmniej wartości gruntów równej wydatkom na ich nabycie. Wówczas do przychodów finansującego i odpowiednio do kosztów uzyskania przychodów korzystającego nie zalicza się opłat ustalonych w tej umowie, ponoszonych przez korzystającego w podstawowym okresie tej umowy z tytułu używania przedmiotu umowy, w części stanowiącej spłatę tej wartości. Jeżeli wysokość kwoty spłaty wartości gruntu na poszczególne opłaty nie jest określona w umowie leasingu, ustala się ją proporcjonalnie do okresu trwania tej umowy.

Jeżeli po upływie podstawowego okresu umowy leasingu finansujący przenosi na korzystającego lub osobę trzecią własność gruntów będących przedmiotem tej umowy, albo oddaje je korzystającemu do dalszego używania, do ustalenia przychodów i kosztów uzyskania przychodów stron umowy stosuje się odpowiednio przepisy regulujące te kwestie przy umowie leasingu finansowego.

4.4.2. Opodatkowanie transakcji leasingu podatkiem od towarów i usług

20 kwietnia 2004 roku weszła w życie uchwalona 11 marca 2004 roku ustawa o podatku od towarów i usług. Ustawodawca zdecydował się na stworzenie zupełnie

¹⁶⁴ A. Martowski, M. Kośmider, *Przewodnik po leasingu*..., op. cit., s. 123.

nowej regulacji w zakresie podatku VAT, a nie nowelizację dotychczas obowiązującej ustawy, w związku z tym, że zakres wprowadzanych zmian opodatkowania był znaczny, a wynikał z konieczności dostosowania Polski do rozwiązań obowiązujących w Unii Europejskiej. Nowa ustawa o podatku od towarów i usług wzorowana jest na VI Dyrektywie Rady Unii w zakresie podatku od wartości dodanej nr 388/77.

Przepisy nowej ustawy o VAT zmieniły zasady opodatkowania umów leasingu. Przed 1 maja 2004 roku leasing traktowany był zawsze jako usługa. W myśl nowej regulacji umowa leasingu operacyjnego traktowana jest jako świadczenie usług, a umowa leasingu finansowego jako dostawa towarów. Kluczowym kryterium przy klasyfikacji umów leasingu jest kwestia prawa do amortyzacji przedmiotu leasingu, podobnie jak to miało miejsce w przypadku podatków dochodowych.

Stawka podatku w przypadku obu rodzajów leasingu na terenie kraju wynosi co do zasady 22%, zwolnienie umów leasingu z opodatkowania ma miejsce w wyjątkowych przypadkach.

4.4.2.1. Zasady opodatkowania leasingu finansowego

Zgodnie z art. 7 ust. 1 pkt 2 ustawy o VAT, przez dostawę towarów rozumie się przeniesienie prawa do rozporządzania towarami jak właściciel, w tym również wydanie towarów na podstawie umowy: dzierżawy, najmu, leasingu lub innej umowy o podobnym charakterze zawartej na czas określony lub umowy sprzedaży na warunkach odroczonej płatności, jeżeli umowa przewiduje, że w następstwie normalnych zdarzeń przewidzianych tą umową lub z chwilą zapłaty ostatniej raty prawo własności zostanie przeniesione.

Ponadto zgodnie z art. 7 ust. 9 ustawy o VAT przez umowy: dzierżawy, najmu, leasingu lub inne umowy o podobnym charakterze, rozumie się umowy, w wyniku których, zgodnie z przepisami o podatku dochodowym, odpisów amortyzacyjnych dokonuje korzystający oraz umowy leasingu w rozumieniu tych przepisów, których przedmiotami są grunty. Tak określone przesłanki umowy leasingu jako dostawy towarów odnoszą się wyraźnie do leasingu finansowego i nie kwalifikują leasingu operacyjnego do uznania go za dostawę towarów.

Z przywołanych przepisów wynika, że nie każde wydanie towarów w ramach umowy leasingu uważane jest za dostawę, ale tylko takie, które spełnia jednocześnie dwa warunki:

- 1) przedmiot umowy leasingu musi być amortyzowany przez korzystającego,
- 2) zawarta umowa leasingu, przewiduje, że w następstwie normalnych zdarzeń przewidzianych umową lub z chwilą zapłaty ostatniej raty prawo własności zostanie przeniesione.

Użyte przez ustawodawcę pojęcie „w następstwie normalnych zdarzeń przewidzianych tą umową” jest pojęciem zbyt ogólnym, które nasuwa wiele problemów interpretacyjnych. W związku z wprowadzeniem tego sformułowania do ustawy zarzuca się polskiemu ustawodawcy wyjście poza regulację określoną w VI Dyrektywie i skomplikowanie w efekcie krajowych zasad opodatkowania leasingu¹⁶⁵. Przyjmuje się, że nie są normalnymi zdarzeniami przewidzianymi umową doprowadzającymi do jej zakończenia i automatycznego przeniesienia tytułu własności takie zdarzenia jak uregulowane w kodeksie cywilnym: utrata rzeczy przez korzystającego (art. 709⁵ kc) czy niewykonywanie obowiązków związanych z umową leasingu przez korzystającego, które może skutkować wypowiedzeniem umowy przez finansującego (709⁷, 709⁹, 709¹¹ kc)¹⁶⁶. Za normalne zdarzenie przewidziane umową należy uznać przeniesienie własności przedmiotu leasingu na korzystającego na podstawie opcji zakupu zawartej w umowie leasingu.

4.4.2.1.1. Powstanie obowiązku podatkowego

W przypadku leasingu finansowego zgodnie z art. 19 ust. 1 i 4 ustawy o VAT obowiązek podatkowy po stronie finansującego powstaje z chwilą wydania przedmiotu leasingu, a jeżeli dostawa towaru lub wykonanie usługi powinny być potwierdzone fakturą, obowiązek podatkowy powstaje z chwilą wystawienia faktury, nie później jednak niż w siódmym dniu, licząc od dnia wydania towaru lub wykonania usługi.

W przypadku leasingu finansowego finansujący zawiera umowę i przekazuje przedmiot leasingu wystawiając fakturę opiewającą na całość należności z tytułu realizowanej umowy. Faktura płacona jest jednak w określonych w umowie ratach, a finansujący, niezależnie od tego jak w umowie rozkładają się poszczególne płatności na jego rzecz, obowiązany jest do zapłaty podatku VAT niejako z góry.

Jeżeli finansujący nie wydał jeszcze przedmiotu leasingu, a korzystający wpłacił już zadek, przedpłatę, zaliczkę lub ratę, od uiszczonej części wynagrodzenia powstanie obowiązek podatkowy już w chwili jej otrzymania (art. 19 ust. 11 ustawy o VAT).

Jeżeli przedmiotem dostawy są lokale i budynki, obowiązek podatkowy powstaje z chwilą otrzymania całości lub części zapłaty, nie później jednak niż 30. dnia, licząc od dnia wydania (art. 19 ust. 10 ustawy o VAT).

4.4.2.1.2. Podstawa opodatkowania

Zgodnie z art. 29 ust. 1 i 2 ustawy o VAT podstawą opodatkowania jest obrót, którym jest kwota należna z tytułu sprzedaży, pomniejszona o kwotę należnego podatku. W przypadku, gdy pobrano zaliczki, zadatki, przedpłaty lub raty, obrotem jest również

¹⁶⁵ T. Michalik, *VAT. Komentarz*, C.H. Beck, Warszawa 2004, s. 72.

¹⁶⁶ K. Szymański, *Opodatkowanie leasingu*, Przegląd Podatkowy, 10/2004, s. 20.

kwota otrzymanych zaliczek, zadatków, przedpłat lub rat, pomniejszona o przypadającą od nich kwotę podatku. Dotyczy to również otrzymanych zaliczek na dotacje, subwencje i na inne dopłaty o podobnym charakterze.

W przypadku leasingu finansowego kwota należna obejmuje całość świadczenia należnego od korzystającego w chwili powstania obowiązku podatkowego, pomniejszoną o kwotę podatku naliczonego wynikającego z faktury dokumentującej zakup środka trwałego będącego przedmiotem leasingu. Suma wszystkich płatności leasingowych powinna być wykazana na fakturze w momencie wydania towaru, a pobierana będzie przez finansującego w uzgodnionych ratach.

Do leasingu finansowego nie ma zastosowania zawarta w art. 88 ust. 1 pkt 2 ustawy o VAT regulacja wyłączająca prawo do odliczenia podatku naliczonego przy zakupie przedmiotu leasingu. Zgodnie z tym przepisem obniżenia kwoty lub zwrotu różnicy podatku należnego nie stosuje się do nabywanych przez podatnika towarów i usług, jeżeli wydatki na ich nabycie nie mogłyby być zaliczone do kosztów uzyskania przychodów w rozumieniu przepisów o podatku dochodowym. Od regulacji powyższej ustawodawca wprowadził wyjątek właśnie dla potrzeb leasingu finansowego ustalając w art. 88 ust. 3 pkt 5 ustawy o VAT, że przywołane powyżej ograniczenie nie dotyczy wydatków na nabycie towarów celem oddania ich w odpłatne używanie na podstawie umów leasingu, jeżeli zgodnie z przepisami o podatku dochodowym odpisów amortyzacyjnych dokonuje korzystający.

Jeżeli przedmiotem leasingu są budynki lub budowle związane trwale z gruntem albo części takich budynków lub budowli z podstawy opodatkowania nie wyodrębnia się wartości gruntu (art. 29 ust. 5 ustawy o VAT).

4.4.2.1.3. Odliczenie i zwrot podatku

Prawo do obniżenia kwoty podatku należnego przez korzystającego powstaje na zasadach ogólnych (art. 86 ust. 10 pkt 1 i ust. 11 ustawy o VAT) w rozliczeniu za okres, w którym podatnik otrzymał fakturę. Jeżeli podatnik nie dokona obniżenia kwoty podatku należnego w powyższym terminie, może obniżyć kwotę podatku należnego w deklaracji podatkowej za następny okres rozliczeniowy.

Również zwrot podatku odbywa się zgodnie z zasadami ogólnym na podstawie art. 87 ustawy o VAT – w przypadku, gdy kwota podatku naliczonego jest w okresie rozliczeniowym wyższa od kwoty podatku należnego, podatnik ma prawo do obniżenia o tę różnicę kwoty podatku należnego za następne okresy lub do zwrotu różnicy na rachunek bankowy.

Przykład:

Strony zawarły umowę leasingu środka trwałego spełniającą kryteria leasingu finansowego. Finansujący oddał przedmiot leasingu korzystającemu do używania 19 lutego 2005 roku.

Faktura dokumentująca powyższą transakcję wystawiona została 1 marca 2005 roku i opiewała na: wartość brutto 183 000 zł, wartość netto 150 000 zł, kwota podatku VAT 33 000 zł. Obowiązek podatkowy po stronie finansującego powstanie w lutym i podatek w wysokości 33 000 zł musi być uiszczony do 25 marca 2005 r. Prawo do odliczenia kwoty zapłaconego w fakturze podatku w wysokości 33 000 zł powstanie po stronie korzystającego w marcu i zostanie wykazane w deklaracji złożonej do 25 kwietnia 2005 roku.

4.4.2.2. Opodatkowanie leasingu operacyjnego

Umowy leasingu nie spełniające warunków z art. 7 ust. 1 pkt 2 i ust. 9 ustawy o VAT, w tym również leasing wartości niematerialnych i prawnych, traktowane są jako świadczenie usług i nazywane są leasingiem operacyjnym.

Świadczenie usług rozumiane więc będzie jako każda czynność będąca świadczeniem na rzecz innej osoby fizycznej, prawnej lub jednostki organizacyjnej nieposiadającej osobowości prawnej, która nie jest dostawą towarów.

4.4.2.2.1. Powstanie obowiązku podatkowego

Obowiązek podatkowy przy umowach leasingu operacyjnego określony został w sposób szczególny i rozwiązanie to wzorowane jest na art. 10 VI Dyrektywy. Zgodnie z art. 19 ust. 13 pkt 4 ustawy o VAT obowiązek podatkowy powstaje z chwilą otrzymania całości lub części zapłaty, nie później jednak niż z upływem terminu płatności określonego w umowie lub fakturze – z tytułu świadczenia na terytorium kraju usług najmu, dzierżawy, leasingu lub usług o podobnym charakterze. Jest to przepis korzystny dla finansujących. Zasadą ogólną jest, że podatnik musi rozliczyć podatek po wykonaniu usługi bez względu na to czy kontrahent za usługę zapłaci czy nie, zaś w przypadku usługi leasingu moment wykonania usługi jest bez znaczenia dla powstania obowiązku podatkowego. Regulacja taka jest w pełni uzasadniona w odniesieniu do usługi leasingu z tego względu, że często przewiduje się w umowach jej dotyczących płatność z góry, a zatem obowiązek podatkowy powstaje przed wykonaniem usługi¹⁶⁷. Obowiązek podatkowy powstaje na zasadzie kasowej, to znaczy z chwilą otrzymania jakichkolwiek płatności, najpóźniej jednak w momencie wymagalności poszczególnych rat i w odniesieniu do ich wysokości. Finansujący ma obowiązek zapłaty podatku w terminie do 25 dnia następnego miesiąca po miesiącu, w którym powstał obowiązek podatkowy. Naliczanie podatku VAT obowiązkowe jest bez względu na to, czy korzystający wywiązuje się z warunków umowy i terminowo opłaca poszczególne raty leasingowe.

¹⁶⁷ T. Michalik, VAT. Komentarz, C.H. Beck, Warszawa 2004, s. 226.

4.4.2.2.2. Podstawa opodatkowania

Podstawą opodatkowania w przypadku leasingu operacyjnego jest cała kwota należna, pomniejszona o kwotę należnego podatku, z tym, że w związku z powiązaniem momentu powstania obowiązku podatkowego z poszczególnymi ratami (nie później niż z upływem terminu płatności) – podatek będzie w praktyce obliczany sukcesywnie od wartości poszczególnych rat, pomniejszonych o kwotę podatku (art. 29 ust. 1 i 2 ustawy o VAT).

4.4.2.2.3. Odliczenie i zwrot podatku

Prawo do obniżenia kwoty podatku należnego przez korzystającego, jak i zwrot podatku, odbywa się na zasadach ogólnych określonych w art. 86 ust. 10 pkt 1 i ust. 11 i art. 87 ustawy, a omówionych przy leasingu finansowym.

Przykład:

Strony zawarły umowę leasingu środka trwałego spełniającą kryteria leasingu operacyjnego. Finansujący oddał przedmiot leasingu korzystającemu do używania 28 lutego 2005 roku. Faktura dokumentująca powyższą transakcję wystawiona została 28 lutego 2005 roku z terminem płatności określonym na 20 marca i opiewała na kwotę miesięcznej raty w wysokości: wartość brutto 3 660 zł, wartość netto 3 000 zł, kwota podatku VAT 660 zł. Faktycznie pierwsza płatność dokonana została 1 kwietnia 2005 roku. Obowiązek podatkowy po stronie finansującego powstanie w marcu i podatek w wysokości 660 zł musi być uiszczony do 25 kwietnia 2005 roku. Prawo do odliczenia kwoty zapłaconego w fakturze podatku w wysokości 660 zł powstanie po stronie korzystającego w lutym i zostanie wykazane w deklaracji złożonej do 25 marca 2005 roku.

Dane w tabeli 4.1 przedstawiają podstawowe różnice związane z powstaniem obowiązku podatkowego i podstawą opodatkowania w leasingu finansowym i operacyjnym.

Tabela 4.1. Podstawowe różnice związane z powstaniem obowiązku podatkowego i podstawą opodatkowania w leasingu finansowym i operacyjnym

Rodzaj leasingu	Powstanie obowiązku podatkowego	Podstawa opodatkowania
Leasing finansowy Dostawa towarów spełniających warunki określone w art. 7 ust. 1 pkt 2 i ust. 9 ustawy o VAT oraz umowy leasingu, których przedmiotem są grunty	z chwilą wydania przedmiotu leasingu do korzystania, jeżeli jednak czynność ta powinna być potwierdzona fakturą, obowiązek powstaje z chwilą wystawienia faktury, nie później jednak niż w 7. dniu od dnia oddania rzeczy do używania	obrót, tzn. kwota należna z tytułu dostawy, pomniejszona o kwotę należnego podatku VAT, kwota należna obejmuje całość świadczenia należnego od nabywcy, finansujący musi wystawić fakturę na całą kwotę (suma wszystkich rat) i wykazać w niej cały podatek należny

Tabela 4.1. c.d. Podstawowe różnice związane z powstaniem obowiązku podatkowego i podstawą opodatkowania w leasingu finansowym i operacyjnym

Leasing operacyjny Umowy leasingu nie spełniające warunków z art. 7 ust. 1 pkt 2 i ust. 9 ustawy o VAT, traktowane są jako świadczenie usług	z chwilą otrzymania całości lub części zapłaty, nie później jednak niż z upływem terminu płatności określonego w umowie lub fakturze, podatek obciąża odrębnie każdą ratę leasingową w chwili jej otrzymania	kwoty otrzymanych rat leasingowych pomniejszone o przypadające na nie kwoty należnego podatku
--	--	---

Źródło: Opracowanie własne.

4.4.2.3. Leasing samochodów osobowych

Odrębnego omówienia wymaga kwestia odliczania podatku naliczonego w przypadku korzystających, którzy używają samochodów osobowych na podstawie zawartej umowy leasingu.

W obecnej praktyce obrotu leasingowego w związku z funkcjonującymi przepisami przejściowymi może istnieć kilka modeli odliczania podatku naliczonego przy umowie leasingu samochodów osobowych.

Zasady odliczania podatku naliczonego na podstawie uchylonej ustawy o podatku od towarów i usług z 1993 roku, obowiązują na podstawie art. 154 ustawy o VAT. Zgodnie z tym przepisem, regulacji wprowadzonych 1 maja 2004 roku nie stosuje się do samochodów będących przedmiotem umowy leasingu, w stosunku do których przysługiwało podatnikowi zgodnie z dotychczasowymi przepisami prawo do obniżenia kwoty podatku należnego o kwotę podatku naliczonego od czynszu (raty) lub innych płatności wynikających z takiej umowy. Przepis ten ma zastosowanie w odniesieniu do umowy zawartej przed dniem wejścia w życie ustawy o VAT, bez uwzględniania zmian tej umowy po wejściu w życie ustawy, oraz pod warunkiem, że umowa została zarejestrowana we właściwym urzędzie skarbowym do 14 maja 2004 roku.

W związku z nowelizacją ustawy o VAT na mocy ustawy z 21 kwietnia 2005 roku¹⁶⁸ ustawodawca wprowadził kolejne przepisy przejściowe (art. 7 ustawy nowelizującej), na podstawie których w przypadku samochodów i pojazdów samochodowych będących przedmiotem umowy leasingu zawartej przed dniem wejścia w życie ustawy nowelizującej, kwotę podatku naliczonego od czynszu (raty) lub innych płatności wynikających z takiej umowy, stanowi kwota podatku naliczonego jaka wynikałaby z przepisów art. 86 ustawy w brzmieniu obowiązującym przed dniem wejścia ustawy nowelizującej w życie.

¹⁶⁸ Ustawa z 21 kwietnia 2005 r. o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz o zmianie niektórych innych ustaw (Dz.U. 2005, Nr 90, poz. 756), dalej „ustawa nowelizująca”.

Natomiast w przypadku samochodów i pojazdów samochodowych będących przedmiotem umowy leasingu, w stosunku do których kwotę podatku naliczonego stanowiła cała kwota podatku wykazanego na fakturze podatnik ma prawo do kontynuowania odliczenia pełnej kwoty pod warunkiem:

- 1) nieuwzględniania zmian umowy po wejściu w życie ustawy nowelizującej,
- 2) umowa została zawarta przed dniem wejścia w życie nowelizacji, czyli przed 1 czerwca 2005 roku,
- 3) umowa została zarejestrowana we właściwym urzędzie skarbowym do 15 czerwca 2005 roku.

Dane w tabeli 4.2 wskazują, jakie przepisy będą miały zastosowanie do określenia kwoty podatku naliczonego przy umowach leasingu zawartych w różnych okresach.

Tabela 4.2. Przepisy, które mają zastosowanie do określenia kwoty podatku naliczonego przy umowach leasingu zawartych w różnych okresach

Moment zawarcia umowy	Przepisy regulujące zasady odliczania podatku naliczonego
Umowy zawarte przed 1 maja 2004 roku	Przepisy ustawy o podatku od towarów i usług z 1993 roku z uwzględnieniem warunków z opisywanego art. 154 ustawy o VAT
Umowy zawarte w okresie od 1 maja 2004 roku do 31 maja 2005 roku	Przepisy ustawy o VAT z 11 marca 2004 roku w pierwotnym brzmieniu przed nowelizacją. W przypadku samochodów i pojazdów samochodowych będących przedmiotem umowy leasingu, w stosunku do których kwotę podatku naliczonego stanowiła cała kwota podatku wykazanego na fakturze, podatnik ma prawo do kontynuowania odliczenia pełnej kwoty pod warunkiem: 1) nieuwzględniania zmian umowy po wejściu w życie ustawy nowelizującej, 2) umowa została zawarta przed dniem wejścia w życie nowelizacji, czyli przed 1 czerwca 2005 roku, 3) umowa została zarejestrowana we właściwym urzędzie skarbowym do 15 czerwca 2005 roku.
Umowy zawarte od 1 czerwca 2005 roku do 21 sierpnia 2005 roku	Do 21 sierpnia 2005 roku – przepisy ustawy o VAT w brzmieniu sprzed nowelizacji, zaś od 21 sierpnia 2005 roku przepisy obowiązujące obecnie, czyli w wersji po nowelizacji z 21 kwietnia 2005 roku
Umowy zawarte od 22 sierpnia 2005 roku	Przepisy ustawy o podatku od towarów i usług w wersji po nowelizacji z 21 kwietnia 2005 roku

Źródło: Opracowanie własne.

4.4.2.2.3.1. Zasady odliczania przez korzystającego podatku naliczonego

Zgodnie z przepisami obowiązującymi do 22 sierpnia 2005 roku na podstawie pierwotnego brzmienia ustawy o VAT (art. 86 ust. 3,4,7) istniało rozróżnienie między samochodami będącymi przedmiotem leasingu, przy których odliczenie przysługiwało w pełnej wysokości, a tymi, w odniesieniu do których można było odliczyć jedynie

część podatku. Rozróżnienie opierało się na dopuszczalnej ładowności samochodu obliczanej na podstawie następującego wzoru:

$$DŁ = 357 \text{ kg} + n \times 68 \text{ kg}$$

gdzie:

DŁ – oznacza dopuszczalną ładowność,

n – oznacza ilość miejsc (siedzeń) łącznie z miejscem dla kierowcy.

Ustawa wyróżniała na podstawie przyjętego kryterium trzy kategorie samochodów:

- samochody osobowe, w przypadku których ładowność nie miała znaczenia i gdzie kwota podatku naliczonego stanowiła zawsze 50% kwoty podatku określonego w fakturze, ale nie więcej niż 5000 zł,
- pojazdy samochodowe inne niż osobowe, o dopuszczalnej ładowności niższej niż wartość wynikająca ze wzoru, przy których podobnie jak przy samochodach osobowych kwota podatku naliczonego stanowiła zawsze 50% kwoty podatku określonego w fakturze, ale nie więcej niż 5000 zł,
- pojazdy samochodowe inne niż osobowe, o dopuszczalnej ładowności równej lub wyższej niż wartość wynikająca ze wzoru, w przypadku których kwota podatku naliczonego równa była kwocie podatku określonego na fakturze.

Ograniczenia związane z dopuszczalną ładownością nie mają zastosowania do: pojazdów specjalnych i pojazdów samochodowych do przewozu co najmniej 10 osób łącznie z kierowcą.

Na mocy obecnie obowiązujących przepisów przyjęto odmienne od dotychczasowych kryteria, od których uzależnione jest odliczenie pełnej kwoty podatku naliczonego związanego z przyjęciem do użytkowania samochodu jako przedmiotu leasingu. Podstawowym kryterium zgodnie ze znowelizowanym art. 86 ust. 3 w związku z art. 86 ust. 7 nie jest już dopuszczalna ładowność, ale dopuszczalna masa całkowita.

Na podstawie przyjętego kryterium wyróżnia się trzy podstawowe kategorie samochodów:

- samochody osobowe, w przypadku których dopuszczalna masa całkowita nie ma znaczenia, a kwota podatku naliczonego stanowi zawsze 60% kwoty podatku określonego na fakturze, ale nie więcej niż 6000 zł,
- inne pojazdy samochodowe, o dopuszczalnej masie całkowitej nie przekraczającej 3,5 tony, w przypadku których podobnie jak przy samochodach osobowych kwota podatku naliczonego stanowi zawsze 60% kwoty podatku określonego na fakturze, ale nie więcej niż 6000 zł,

- pojazdy inne niż samochody osobowe, o dopuszczalnej masie całkowitej przekraczającej 3,5 tony, w przypadku których kwota podatku naliczonego równa jest kwocie podatku określonego na fakturze, korzystający może więc odliczyć pełną kwotę podatku.

Ograniczenia co do dopuszczalnej masy całkowitej nie mają zastosowania do pojazdów samochodowych wymienionych w art. 86 ust. 4 pkt 1-6 znowelizowanej ustawy o VAT:

- 1) mających jeden rząd siedzeń, który oddzielony jest od części przeznaczonej do przewozu ładunków ścianą lub trwałą przegrodą, klasyfikowanych na podstawie przepisów prawa o ruchu drogowym do podrodzaju: wielozadaniowy, van;
- 2) mających więcej niż jeden rząd siedzeń, które oddzielone są od części przeznaczonej do przewozu ładunków ścianą lub trwałą przegrodą i u których długość części przeznaczonej do przewozu ładunków, mierzona po podłodze od najdalej wysuniętego punktu podłogi pozwalającego postawić pionową ścianę lub trwałą przegrodę pomiędzy podłogą a sufitem do tylnej krawędzi podłogi, przekracza 50 % długości pojazdu;
- 3) pojazdów samochodowych, które mają otwartą część przeznaczoną do przewozu ładunków;
- 4) posiadają kabinę kierowcy i nadwozie przeznaczone do przewozu ładunków jako konstrukcyjnie oddzielne elementy pojazdu;
- 5) będących pojazdami specjalnymi w rozumieniu przepisów prawa o ruchu drogowym o przeznaczeniach wymienionych w załączniku nr 9 do ustawy;
- 6) konstrukcyjnie przeznaczonych do przewozu co najmniej 10 osób, łącznie z kierowcą, jeżeli z dokumentów wydanych na podstawie przepisów prawa o ruchu drogowym wynika takie przeznaczenie.

W przypadku korzystających użytkujących samochody osobowe oraz inne pojazdy samochodowe na podstawie umowy leasingu, kwotę podatku naliczonego stanowi 60% kwoty podatku naliczonego od czynszu (raty) lub innych płatności wynikających z zawartej umowy, udokumentowanych fakturą. Suma kwot w całym okresie użytkowania samochodów i pojazdów dotycząca jednego samochodu lub pojazdu nie może jednak przekroczyć kwoty 6000 zł.

Leasing w Polsce zdobywa coraz większe znaczenie w finansowaniu inwestycji rzeczowych, choć ostatnio ze względu na niekorzystne zmiany w podatku VAT zmieniła się nieco struktura środków trwałych oddanych w leasing. Nastąpił spadek udziału pojazdów w ogólnej wartości przedmiotów leasingu na rzecz maszyn i urządzeń. Bez zmian w ustawodawstwie podatkowym dalszy dynamiczny rozwój leasingu będzie znacznie utrudniony.

Rozdział 5

Faktoring – ujęcie praktyczne

Bartłomiej Cegłowski

5.1. Faktoring. Uwagi ogólne

Według definicji zawartej w Konwencji Ottawskiej faktoring jest to umowa zawarta między faktorem i faktorantem (dostawcą), zgodnie z którą:

- a) dostawca może przenieść lub przeniesie na faktora własność wierzytelności wynikających z umowy dotyczącej sprzedaży dóbr przez dostawcę klientom (dłużnikom), z wyjątkiem dóbr zakupionych z przeznaczeniem do użytku osobistego, rodzinnego czy gospodarstwa domowego,
- b) faktor wykonuje co najmniej dwie z poniższych usług:
 - finansowanie dostawcy (między innymi w formie pożyczek i zaliczek),
 - prowadzenie rozliczeń związanych z wierzytelnościami,
 - inkaso wierzytelności,
 - przejęcie ryzyka wypłacalności dłużnika,
- c) dłużnik zostaje poinformowany o przeniesieniu własności wierzytelności¹⁶⁹.

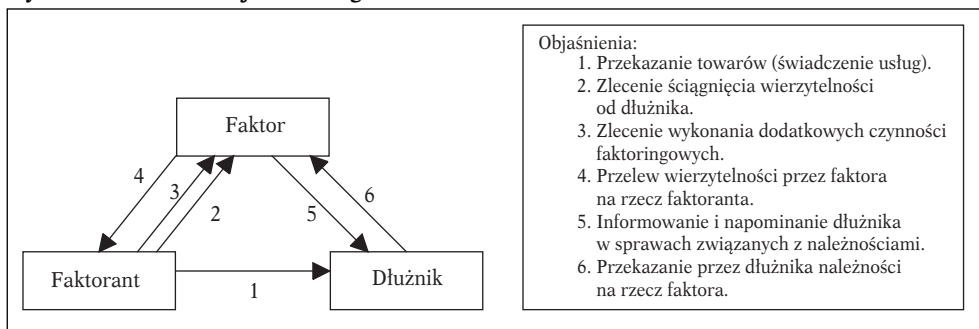
W transakcji faktoringowej występują z reguły trzy podmioty: faktorant, faktor i dłużnik. **Faktorant** to podmiot prowadzący działalność gospodarczą, który na skutek sprzedaży z odroczoną płatnością stał się posiadaczem określonych wierzytelności, które przenosi na faktora. Mianem **faktora** określana jest wyspecjalizowana instytucja zajmująca się skupem wierzytelności w ramach faktoringu i świadczeniem dodatkowych usług. **Dłużnik** to odbiorca produktów (usług) faktoranta, posiadający zobowiązania płatnicze wobec wierzyciela. Dłużnik nie jest stroną zawieranej umowy faktoringowej. W praktyce wykształciło się wiele różnych rodzajów faktoringu, np.:

¹⁶⁹ Polska nie jest sygnatariuszem Konwencji Ottawskiej, a faktoring nadal pozostaje w prawie polskim umową nienazwaną. Tekst konwencji podany za: K. Kreczmańska, *Faktoring w teorii i w praktyce*, Wydawnictwo BART, Warszawa 2000, s. 101-102.

- właściwy, niewłaściwy i mieszany,
- otwarty, półotwarty, tajny,
- dyskontowy, zaliczkowy, wymagalnościowy.

Najpowszechniejszy podział dokonywany jest ze względu na zakres przejścia ryzyka spłaty zobowiązań przez dłużnika. Wyróżnić można w tej sytuacji faktoring właściwy, niewłaściwy i mieszany. **Faktoring właściwy** (zwany inaczej pełnym) polega na przejściu przez faktora ryzyka wypłacalności dłużnika. Schemat faktoringu pełnego przedstawiono na rysunku 5.1.

Rysunek 5.1. Transakcja faktoringowa



Źródło: L. Lewandowska, *Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości*, ODDK, Gdańsk 1999, s. 91.

W **faktoringu niewłaściwym** (niepełnym) ryzyko wypłacalności dłużnika pozostaje po stronie faktora. Faktor wprowadza nabywa wierzytelności, jednak w przypadku niezapłacenia należności w terminie wskazanym na fakturze, ma prawo żądać zapłaty tej sumy przez faktora. **Faktoring mieszany** łączy w sobie cechy faktoringu pełnego i niepełnego, określając kwotowo bądź procentowo część wierzytelności nabywaną przez faktora bez prawa regresu do faktora.

Innym ważnym kryterium podziału jest określenie w umowie, czy dłużnik będzie powiadomiony o zmianie podmiotu, wobec którego powinien uregulować zobowiązanie. W **faktoringu otwartym** dłużnik niezwłocznie po zawarciu umowy powiadamiany jest o zmianie wierzyciela. **Faktoring półotwarty** występuje w sytuacji, gdy o zmianie wierzyciela dłużnik dowiaduje się dopiero w momencie wezwania do zapłaty. Ponieważ sprzedaż wierzytelności może być odebrana negatywnie, w praktyce czasem stosowany jest również tzw. **faktoring tajny**, w którym dłużnik w ogóle nie zostaje poinformowany o zmianie wierzyciela. Ostatnie z wymienionych kryteriów podziału uwzględnia sposób regulowania zapłaty. W **faktoringu dyskontowym** faktorant zaraz po zawarciu umowy otrzymuje zapłatę za sprzedane wierzytelności. Zapłata jest przy tym pomniejszana o odsetki oraz prowizję faktoringową. W **faktoringu zaliczkowym**

faktor po zawarciu umowy wypłaca jedynie część kwoty, pozostałą przekazując dopiero w dniu wymagalności wierzytelności lub po otrzymaniu należności od dłużnika. Stosunkowo najrzadziej spotykanym jest **faktoring wymagalnościowy**, w którym cała należność przekazywana jest faktorantowi dopiero w dniu wymagalności wierzytelności, po otrzymaniu przez faktora zapłaty od dłużnika lub innym ustalonym wcześniej terminie. Umowy tego typu zawierane są w celu skorzystania z dodatkowych usług świadczonych przez faktora, przede wszystkim z zakresu ściągania należności.

Faktoring może być atrakcyjny dla każdej ze stron transakcji. Podstawową korzyścią z punktu widzenia faktoranta jest poprawa płynności oraz możliwość jej regulowania. Dzięki usłudze faktoringu należności zamieniają się na gotówkę, a działalność finansowana może być bez zaciągania kredytów bankowych i pożyczek. W przypadku faktoringu pełnego ryzyko niewypłacalności dłużnika jest przenoszone na faktora – jednocześnie nawet w faktoringu niepełnym następuje zdyscyplinowanie dłużnika, który na ogół bardziej obawia się konsekwencji niewywiązania się z umowy wobec instytucji finansowej niż innego przedsiębiorstwa. Faktoring w odróżnieniu od kredytu nie musi oznaczać konieczności ustanawiania dodatkowych zabezpieczeń – zwłaszcza w przypadku faktoringu pełnego dla faktora ważniejsza staje się wypłacalność dłużnika, a nie faktoranta. Spieniężenie należności umożliwia również zwiększenie sprzedaży poprzez możliwość zaoferowania lepszych warunków płatności odbiorcom. Faktorant korzystać może ponadto z dodatkowych usług oferowanych przez faktora, często uzyskując również łatwiejszy dostęp do kredytów i pożyczek.

Dla faktora korzyścią jest niewątpliwie możliwość zwiększenia zysków poprzez oferowanie klientom dodatkowych usług. Poszerzona może być również baza klientów – dzięki faktoringowi kontakt nawiązywany jest nie tylko z faktorantem, ale i jego dłużnikami, którym np. w razie potrzeby faktor proponować może inne produkty i usługi.

Do wad faktoringu z punktu widzenia faktoranta zaliczyć można konieczność ponoszenia wysokich kosztów, często trudnych do precyzyjnego ustalenia. W faktoringu niepełnym (dominującym na polskim rynku) faktorant nadal narażony jest na ryzyko braku spłaty należności przez dłużnika. Jako wada postrzegana jest również konieczność przekazywania danych finansowych o sobie i dłużniku do faktora. Często też dłużnik staje się mniej chętny do dalszej współpracy, jeśli wierzytelności oddane zostają faktorowi – traktuje to jako oznakę nielojalności wierzyciela. Ponadto, fakt sprzedaży wierzytelności odbierany może być przez rynek jako oznaka problemów finansowych faktoranta¹⁷⁰.

Podstawową wadą faktoringu dla faktora jest ryzyko narażenia się na brak spłaty ze strony dłużnika. Może być ona zniwelowana przez zastosowanie faktoringu niepeł-

¹⁷⁰ I. Heropolitańska, P. Kawaler, A. Kozioł, *Skup i sprzedaż wierzytelności przez banki*, TWIGGER, Warszawa 2000, s. 114.

nego, jednakże wtedy w razie braku płatności pojawia się konieczność odzyskania środków od faktora. Jednocześnie straty wynikające ze złych długów nadal nie stanowią kosztów uzyskania przychodów dla faktora.

Podkreślić należy, że faktoring jest umową zawieraną między dwiema stronami: faktorem i faktorem. Jeśli dłużnik nie zgadza się na jej zawarcie, powinien wcześniej w umowie ze sprzedającym zaznaczyć, że wierzytelności nie mogą być sprzedane osobie trzeciej. W innym przypadku umowę faktoringu można zawrzeć, jeśli tylko sytuacja dłużnika nie pogarsza się na skutek cesji wierzytelności.

W praktyce kupujący wprowadzają czasem zakaz sprzedaży wierzytelności. Faktoring wiąże się dla nich z dwoma podstawowymi wadami: pojawieniem się mniej liberalnego wierzyciela, któremu będą musieli płacić odsetki w razie opóźnień oraz ryzykiem ujawnienia danych finansowych udostępnianych faktorowi. Zaletą faktoringu może być uzyskanie lepszych warunków kredytowych – sprzedawca jest w stanie dzięki współpracy z faktorem zaproponować dłuższe terminy płatności. Dodatkowo dłużnik staje się lepiej znany faktorowi, dzięki czemu w przyszłości sam będzie mógł łatwiej skorzystać z jego usług.

Zestawiając wady i zalety można stwierdzić, iż korzystanie z faktoringu ma przede wszystkim sens, jeśli przedsiębiorstwo¹⁷¹:

- ma stałych odbiorców,
- ma nierównomiernie rozłożone w czasie wpływy i wydatki, a chciałby je uporządkować,
- chce zdyscyplinować dłużników,
- nie dysponuje odpowiednimi zabezpieczeniami przy ubieganiu się o kredyt,
- ponosi znaczące koszty z tytułu obsługi kredytów kupieckich,
- chce mieć szybki i elastyczny dostęp do środków pieniężnych.

5.2. Luka płynności

Stosowane w rachunkowości zasady sprawiają, że wypracowywany przez przedsiębiorstwo zysk bardzo często tylko w niewielkim stopniu przekłada się na poziom dostępnej gotówki. Część przychodów zamiast we wpływy zamienia się w należności, kupując towary nie można wpisać ich w koszty zakupu sprzedanych towarów, dopóki nie znajdziemy dla nich klientów, itd. Zysk nie gwarantuje sukcesu. Może być wprawdzie powodem zwiększenia wartości firmy, jednakże jak pokazują badania, bardzo często nie ma istotnej korelacji między wzrostem lub spad-

¹⁷¹ K. Kreczmańska, *Faktoring w teorii i w praktyce*, Wydawnictwo BART, Warszawa 2000, s. 32.

kiem zysku a wzrostem lub spadkiem wartości przedsiębiorstwa¹⁷². Bankrutuje się przez brak gotówki, a nie zysku.

Powyższe zagadnienia najlepiej zilustrować prostym przykładem. Tabele 5.1 i 5.2 przedstawiają planowane rachunki zysków i strat oraz bilans przedsiębiorstwa X. Założenia przyjęte przy ich opracowywaniu zamieszczono w tabeli 5.3.

Tabela 5.1. Rachunek zysków i strat przedsiębiorstwa X – wariant bazowy (w zł)

Wyszczególnienie		I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	Razem
1.	Przychody ze sprzedaży	750 000,0	1 500 000,0	1 000 000,0	750 000,0	4 000 000,0
2.	Koszty sprzedanych produktów	600 000,0	1 200 000,0	800 000,0	600 000,0	3 200 000,0
3.	Zysk na sprzedaży	150 000,0	300 000,0	200 000,0	150 000,0	800 000,0
4.	Amortyzacja	25 000,0	25 000,0	25 000,0	25 000,0	100 000,0
5.	Pozostałe koszty	120 000,0	120 000,0	120 000,0	120 000,0	480 000,0
6.	Zysk brutto	5 000,0	155 000,0	55 000,0	5 000,0	220 000,0
7.	Podatek dochodowy	950,0	29 450,0	10 450,0	950,0	41 800,0
8.	Zysk netto	4 050,0	125 550,0	44 550,0	4 050,0	178 200,0

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 5.2. Bilans przedsiębiorstwa X – wariant bazowy (w zł)

Wyszczególnienie		I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	Razem
1.	Aktywa trwałe	325 000,0	300 000,0	275 000,0	250 000,0	250 000,0
2.	Aktywa obrotowe	264 050,0	554 600,0	530 816,7	513 200,0	513 200,0
3.	Zapasy	120 000,0	80 000,0	60 000,0	75 000,0	75 000,0
4.	Należności	116 666,7	233 333,3	155 555,6	116 666,7	116 666,7
5.	Środki pieniężne	27 383,3	241 266,7	315 261,1	321 533,3	321 533,3
6.	Aktywa razem	589 050,0	854 600,0	805 816,7	763 200,0	763 200,0
7.	Kapitał własny	409 050,0	534 600,0	579 150,0	583 200,0	583 200,0
8.	w tym: zysk	4 050,0	125 550,0	44 550,0	4 050,0	4 050,0
9.	Zobowiązania handlowe	140 000,0	280 000,0	186 666,7	140 000,0	140 000,0
10.	Pozostałe zobowiązania bieżące	40 000,0	40 000,0	40 000,0	40 000,0	40 000,0
11.	Pasywa razem	589 050,0	854 600,0	805 816,7	763 200,0	763 200,0

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 5.3. Założenia do planu finansowego dla przedsiębiorstwa X – wariant bazowy

Wyszczególnienie		okres „0”	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał
1.	Ilość sprzedaży		3 000	6 000	4 000	3 000
2.	Cena kupna jednostkowa		200	200	200	200
3.	Cena sprzedaży jako narzut na koszt zakupu		25%	25%	25%	25%
4.	Amortyzacja		25 000	25 000	25 000	25 000
5.	Pozostałe koszty		120 000	120 000	120 000	120 000
6.	Podatek dochodowy		19%	19%	19%	19%
7.	Aktywa trwałe	350 000				
8.	Zapasy jako % sprzedaży kolejnego kwartału*	75 000	10%	10%	10%	

¹⁷² Zob. np. T. Dudyc, *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2001, s. 185-186. Autor cytuje wyniki badania przeprowadzonego w okresie 1988-1997 na przedsiębiorstwach z 13 krajów całego świata, z których wynika, że współczynniki korelacji między ceną akcji a zyskiem księgowym przyjmowały z reguły wartości bardzo niskie dodatnie.

Tabela 5.3. c.d. Założenia do planu finansowego dla przedsiębiorstwa X – wariant bazowy

	Wyszczególnienie	okres „0”	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał
9.	Wskaźnik rotacji należności*	110 000	14	14	14	14
10.	Środki pieniężne	35 000				
11.	Kapitał własny	405 000				
12.	Wskaźnik rotacji zobowiązań handlowych*	130 000	21	21	21	21
13.	Wskaźnik rotacji zobowiązań pozostałych*	35 000	30	30	30	30

* dla pozycji kapitału obrotowego w okresie „0” pokazane zostały wielkości kwotowe. Zapasy w IV kwartale takie same, jak na początku analizy.

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 5.4 przedstawia uproszczony rachunek przepływów pieniężnych. Wynika z niego, że planowane przedsięwzięcie jest wykonalne: zarządzającym nie tylko nie powinno zabraknąć środków pieniężnych, ale na koniec będą one kilkunastokrotnie wyższe, niż w punkcie wyjścia, co umożliwiłoby np. wypłatę dywidend czy zrealizowanie pewnej inwestycji.

Tabela 5.4. Rachunek przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa X – wariant bazowy (w zł)

	Wyszczególnienie	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	Razem
1.	Zysk netto	4 050,0	125 550,0	44 550,0	4 050,0	178 200,0
2.	Amortyzacja	25 000,0	25 000,0	25 000,0	25 000,0	100 000,0
3.	Zmiana stanu zapasów (wzrost z „-”, spadek z „+”)	-45 000,0	40 000,0	20 000,0	-15 000,0	0,0
4.	Zmiana stanu należności (wzrost z „-”, spadek z „+”)	-6 666,7	-116 666,7	77 777,8	38 888,9	-6 666,7
5.	Zmiana stanu zobowiązań (wzrost z „+”, spadek z „-”)	15 000,0	140 000,0	-93 333,3	-46 666,7	15 000,0
6.	CF z działalności operacyjnej	-7 616,7	213 883,3	73 994,4	6 272,2	286 533,3
7.	CF z działalności inwestycyjnej	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
8.	CF z działalności finansowej	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
9.	Przepływy pieniężne razem	-7 616,7	213 883,3	73 994,4	6 272,2	286 533,3
10.	Saldo początkowe środków pieniężnych	35 000,0	27 383,3	241 266,7	315 261,1	35 000,0
11.	Saldo końcowe środków pieniężnych	27 383,3	241 266,7	315 261,1	321 533,3	321 533,3

Źródło: Opracowanie własne.

Dobłą sytuację przedsiębiorstwa X potwierdza również zamieszczona w tabeli 5.5 uproszczona analiza finansowa. Wskaźniki liczone w niej przyjmując dane z badanego okresu (np. kwartału). Według tej metodologii w skali roku właściciele zarobią ponad 30%, aktywa przyniosą ponad 23% zysku, każde 100 zł. aktywów da ponad 520 zł przychodów, aktywa obrotowe będą prawie 3-krotnie większe od zobowiązań, a dług stanowić jedynie ok. 30% kapitału własnego.

Tabela 5.5. Analiza finansowa przedsiębiorstwa X – wariant bazowy

Wyszczególnienie		I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	Razem
1.	ROS (zysk netto/sprzedaż)	0,54%	8,37%	4,46%	0,54%	4,46%
2.	ROA (zysk netto/aktywa ogółem)	0,69%	14,69%	5,53%	0,53%	23,35%
3.	ROE (zysk netto/kapitał własny)	0,99%	23,48%	7,69%	0,69%	30,56%
4.	WRA (sprzedaż/aktywa ogółem)	1,27	1,76	1,24	0,98	5,24
5.	WBP (aktywa obrotowe/zobowiązania bieżące)	1,47	1,73	2,34	2,85	2,85
6.	D/E (dług/kapitał własny)	0,44	0,60	0,39	0,31	0,31

Źródło: Opracowanie własne.

Założmy, że przedsiębiorstwo X zamierza zwiększać sprzedaż. Przeprowadzone badania wykazały, że niewielka redukcja cen połączona z wydłużeniem okresu płatności do 60 dni powinna skutkować wzrostem ilości sprzedaży o 20% w każdym kwartale. Założenia do zmodyfikowanego planu finansowego przedstawia tabela 5.6.

Tabela 5.6. Założenia do planu finansowego przedsiębiorstwa X – wariant zmodyfikowany

Wyszczególnienie		okres „0”	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał
1.	Ilość sprzedaży		3 600	7 200	4 800	3 600
2.	Zmiana sprzedaży		20%	20%	20%	20%
3.	Cena kupna jednostkowa		200	200	200	200
4.	Cena sprzedaży jako narzut na koszt zakupu		22%	22%	22%	22%
5.	Amortyzacja		25 000	25 000	25 000	25 000
6.	Pozostałe koszty		120 000	120 000	120 000	120 000
7.	Podatek dochodowy		19%	19%	19%	19%
8.	Aktywa trwałe	350 000	0	0	0	0
9.	Zapasy jako % sprzedaży kolejnego kwartału*	75 000	10%	10%	10%	86 250
10.	Wskaźnik rotacji należności	110 000	60	60	60	60
11.	Środki pieniężne	35 000	0	0	0	0
12.	Kapitał własny	405 000	0	0	0	0
13.	Wskaźnik rotacji zobowiązań handlowych	130 000	21	21	21	21
14.	Wskaźnik rotacji zobowiązań pozostałych	35 000	30	30	30	30

* dla pozycji kapitału obrotowego w okresie „0” pokazane zostały wielkości kwotowe. Zapasy w IV kwartale takie same, jak na początku analizy.

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie nowych założeń opracowano rachunek zysków i strat oraz bilans. Szczegóły przedstawiają tabele 5.7 i 5.8.

Tabela 5.7. Rachunek zysków i strat przedsiębiorstwa X – wariant zmodyfikowany (w zł)

Wyszczególnienie		I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	Razem
1.	Przychody ze sprzedaży	878 400,0	1 756 800,0	1 171 200,0	878 400,0	4 684 800,0
2.	Koszty sprzedanych produktów	720 000,0	1 440 000,0	960 000,0	720 000,0	3 840 000,0
3.	Zysk na sprzedaży	158 400,0	316 800,0	211 200,0	158 400,0	844 800,0
4.	Amortyzacja	25 000,0	25 000,0	25 000,0	25 000,0	100 000,0

Tabela 5.7. c.d. Rachunek zysków i strat przedsiębiorstwa X – wariant zmodyfikowany (w zł)

	Wyszczególnienie	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	Razem
5.	Pozostałe koszty	120 000,0	120 000,0	120 000,0	120 000,0	480 000,0
6.	Zysk brutto	13 400,0	171 800,0	66 200,0	13 400,0	264 800,0
7.	Podatek dochodowy	2 546,0	32 642,0	12 578,0	2 546,0	50 312,0
8.	Zysk netto	10 854,0	139 158,0	53 622,0	10 854,0	214 488,0

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 5.8. Bilans przedsiębiorstwa X – wariant zmodyfikowany (w zł)

	Wyszczególnienie	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	Razem
1.	Aktywa trwałe	325 000,0	300 000,0	275 000,0	250 000,0	250 000,0
2.	Aktywa obrotowe	298 854,0	631 012,0	597 634,0	577 488,0	577 488,0
3.	Zapasy	144 000,0	96 000,0	72 000,0	86 250,0	86 250,0
4.	Należności	585 600,0	1 171 200,0	780 800,0	585 600,0	585 600,0
5.	Środki pieniężne	-430 746,0	-636 188,0	-255 166,0	-94 362,0	-94 362,0
6.	Aktywa razem	623 854,0	931 012,0	872 634,0	827 488,0	827 488,0
7.	Kapitał własny	415 854,0	555 012,0	608 634,0	619 488,0	619 488,0
8.	w tym: zysk	10 854,0	139 158,0	53 622,0	10 854,0	10 854,0
9.	Zobowiązania handlowe	168 000,0	336 000,0	224 000,0	168 000,0	168 000,0
10.	Pozostałe zobowiązania bieżące	40 000,0	40 000,0	40 000,0	40 000,0	40 000,0
11.	Pasywa razem	623 854,0	931 012,0	872 634,0	827 488,0	827 488,0

Źródło: Opracowanie własne.

W tabeli 5.9 zamieszczono uproszczoną analizę finansową dla wariantu planu finansowego ze zmodyfikowanymi założeniami.

Tabela 5.9. Analiza finansowa przedsiębiorstwa X – wariant zmodyfikowany

	Wyszczególnienie	I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	Razem
1.	ROS (zysk netto/sprzedaż)	1,24%	7,92%	4,58%	1,24%	4,58%
2.	ROA (zysk netto/aktywa ogółem)	1,74%	14,95%	6,14%	1,31%	25,92%
3.	ROE (zysk netto/kapitał własny)	2,61%	25,07%	8,81%	1,75%	34,62%
4.	WRA (sprzedaż/aktywa ogółem)	1,41	1,89	1,34	1,06	5,66
5.	WBP (aktywa obrotowe/zobowiązania bieżące)	1,44	1,68	2,26	2,78	2,78
6.	D/E (dług/kapitał własny)	0,50	0,68	0,43	0,34	0,34

Źródło: Opracowanie własne.

Wskaźniki rentowności oraz wskaźnik rotacji aktywów wykazują poprawę. Wartość wskaźnika zadłużenia (D/E) nieznacznie się powiększa, natomiast wskaźnik bieżącej płynności obniża, nadal jednak będąc na poziomie znacznie przekraczającym dwa. Sytuacja wydaje się zatem poprawiać, co skłaniałoby do stwierdzenia, że przedsiębiorstwo powinno realizować plan polegający na obniżeniu ceny i wydłużeniu okresu ściągania należności, gdyż dzięki temu poprawiłoby swoją zyskowność.

Problem polega jednak na tym, że przy przyjętych założeniach plan jest niewykonalny, o czym świadczy tabela 5.10, zawierająca prognozowany rachunek przepływów pieniężnych.

Tabela 5.10. Rachunek przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa X – wariant zmodyfikowany (w zł)

Wyszczególnienie		I kwartał	II kwartał	III kwartał	IV kwartał	Razem
1.	Zysk netto	10 854,0	139 158,0	53 622,0	10 854,0	214 488,0
2.	Amortyzacja	25 000,0	25 000,0	25 000,0	25 000,0	100 000,0
3.	Zmiana stanu zapasów (wzrost z „-”, spadek z „+”)	-69 000,0	48 000,0	24 000,0	-14 250,0	-11 250,0
4.	Zmiana stanu należności (wzrost z „-”, spadek z „+”)	-475 600,0	-585 600,0	390 400,0	195 200,0	-475 600,0
5.	Zmiana stanu zobowiązań (wzrost z „+”, spadek z „-”)	43 000,0	168 000,0	-112 000,0	-56 000,0	43 000,0
6.	CF z działalności operacyjnej	-465 746,0	-205 442,0	381 022,0	160 804,0	-129 362,0
7.	CF z działalności inwestycyjnej	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
8.	CF z działalności finansowej	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
9.	Przepływy pieniężne razem	-465 746,0	-205 442,0	381 022,0	160 804,0	-129 362,0
10.	Saldo początkowe środków pieniężnych	35 000,0	-430 746,0	-636 188,0	-255 166,0	35 000,0
11.	Saldo końcowe środków pieniężnych	-430 746,0	-636 188,0	-255 166,0	-94 362,0	-94 362,0

Źródło: Opracowanie własne.

Zwiększenie sprzedaży wiązałoby się ze znaczącymi zmianami kapitału obrotowego sprawiającymi, że już w I kwartale zabrakłoby ponad 430 000 zł gotówki. Tym samym przedsiębiorstwo utraciłoby płynność i nie było w stanie zrealizować innych założeń, np. dotyczących regulowania zobowiązań handlowych w terminie 21 dni.

Analiza danych pokazuje, że największy niedobór środków pieniężnych wystąpi w II kwartale. Aby przedsięwzięcie było wykonalne, należałoby pozyskać dodatkowo prawie 640 000 zł gotówki. Jej źródeł może być wiele: zwiększenie zobowiązań handlowych, redukcja kosztów, zwiększenie cen, dofinansowanie ze strony właścicieli, zaciągnięcie kredytu, emisja dłużnych papierów wartościowych, sprzedaż zbędnego majątku trwałego, etc. Każdy z wymienionych sposobów poprawy płynności oznacza jednak znaczącą ingerencję w przyjęte założenia.

Powstałą lukę płynności zlikwidować można również poprzez zastosowanie faktoringu, czyli sprzedaż należności. Należy w tej sytuacji sprawdzić jednak, czy dane działanie jest nadal opłacalne – koszt faktoringu może być na tyle wysoki, że zniwelowana może zostać podstawowa korzyść zmodyfikowanego planu, jakim jest poprawa rentowności.

W celu podsumowania przykładu, w tabeli 5.11 przedstawiono zestawienie najważniejszych pozycji planu finansowego bazowego i zmodyfikowanego, uwzględniając wartości z końca roku.

Tabela 5.11. Plan finansowy – porównanie wyników wariantów: bazowego i zmodyfikowanego

Wyszczególnienie		wariant podstawowy	wariant zmieniony	zmiana
1.	Przychody ze sprzedaży	4 000 000,0	4 684 800,0	17,12%
2.	Koszty sprzedanych produktów	3 200 000,0	3 840 000,0	20,00%
3.	Zysk na sprzedaży	800 000,0	844 800,0	5,60%
4.	Zysk netto	178 200,0	214 488,0	20,36%
5.	Zapasy	75 000,0	86 250,0	15,00%

Tabela 5.11. c.d. Plan finansowy – porównanie wyników wariantów: bazowego i zmodyfikowanego

	Wyszczególnienie	wariant podstawowy	wariant zmieniony	zmiana
6.	Należności	116 666,7	585 600,0	401,94%
7.	Zobowiązania handlowe	140 000,0	168 000,0	20,00%
8.	Przepływy pieniężne razem	286 533,3	-129 362,0	-145,15%
9.	Saldo końcowe środków pieniężnych	321 533,3	-94 362,0	-129,35%
10.	ROS	4,46%	4,58%	2,77%
11.	ROA	23,35%	25,92%	11,01%
12.	ROE	30,56%	34,62%	13,31%
13.	WRA	5,24	5,66	8,02%
14.	WBP	2,85	2,78	-2,62%
15.	D/E	0,31	0,34	8,79%

Źródło: Opracowanie własne.

5.3. Koszt faktoringu

Zagadnienia kosztu gotówki pozyskiwanej poprzez sprzedaż należności faktorowi są stosunkowo skomplikowane, co wynika ze złożonego charakteru opłat. Faktorant ponosi koszty odsetek, płaci również różnego rodzaju prowizje podstawowe i od dodatkowych usług. Prowizje i odsetki najczęściej pobierane są z góry. Jeśli zatem przedsiębiorstwo X z poprzedniego przykładu potrzebuje w II kwartale 640 000 zł gotówki, nie wystarczy, że sprzeda faktury za tę kwotę – ich wartość powinna być powiększona o opłaty na rzecz faktora. Dodatkowo w praktyce rzadko można się spotkać z sytuacją, gdy faktorant otrzymuje całość środków – najczęściej ich część (np. 20%) zatrzymywana jest do momentu zapłaty przez dłużnika jako forma zabezpieczenia.

W celu porównania kosztów faktoringu z kosztem innych źródeł finansowania należy zatem dokonać całego szeregu dodatkowych obliczeń.

Założmy, że przedsiębiorstwo sprzedaje wierzytelności na 822 000 zł. Faktor pobiera prowizję w wysokości 1% oraz dodatkowo odsetki w wysokości 6,5% rocznie. Zarówno odsetki, jak i prowizja pobierane są od wartości kupionych należności. Jednocześnie przedsiębiorstwo otrzymuje w momencie sprzedaży 80% środków – resztę po zapłaceniu przez dłużnika. Sprzedawane wierzytelności mają 60-dniowy termin płatności. W tej sytuacji, aby ustalić koszt faktoringu należy obliczyć:

- prowizję,
- odsetki,
- kwotę zostawioną do dyspozycji faktoranta,
- kwotę, którą faktorant otrzyma po zapłaceniu przez dłużnika faktorowi.

Następnie korzystając z np. metodologii IRR, wyznaczyć można stopę procentową równoważącą korzyści z kosztami, uwzględniając fakt, że skorzystanie z faktoringu oznacza rezygnację z otrzymania zapłaty bezpośrednio od kontrahenta.

Obliczenia będą wyglądały następująco:

Ad. 1

$$\text{Prowizja} = 822\,000 \text{ zł} \times 1\% = 8\,220 \text{ zł}$$

Ad. 2

$$\text{Odsetki} = 822\,000 \text{ zł} \times 6,5\% \times 2/12 = 8\,905 \text{ zł}$$

Ad.3

$$\text{Kwota pozostawiona do dyspozycji} = 822\,000 \text{ zł} \times 80\% = 657\,600 \text{ zł}$$

Ad.4

$$\text{Kwota otrzymywana po zapłaceniu przez dłużnika} = 822\,000 \times 20\% = 164\,400 \text{ zł}$$

Z obliczeń wynika, że przy sprzedaży wierzytelności na 822 000 zł faktorant otrzyma od faktora 640 475 zł:

$$822\,000 \text{ zł} - 8\,220 \text{ zł} - 8\,905 \text{ zł} - 164\,400 \text{ zł} = 640\,475 \text{ zł}$$

Po dwóch miesiącach zostanie dodatkowo 164 400 zł, ale korzystając z faktoringu rezygnuje z otrzymania 822 000 zł od dłużnika, jego strata wyniesie zatem 657 600 zł.

W celu wyznaczenia kosztu faktoringu należy znaleźć stopę procentową, dla której równanie:

$$640475 = \frac{657600}{(1+i)^2}$$

będzie prawdziwe. Po prostym przekształceniu i wyciągnięciu pierwiastka możemy stwierdzić, że miesięczny koszt korzystania z opisanej usługi faktoringu wynosi 1,3281%.

Tym samym roczny nominalny koszt faktoringu wynosi:

$$1,3281\% \times 12 = 15,94\%$$

A efektywny roczny koszt faktoringu:

$$(1 + 0,013281)^{12} - 1 = 17,15\%$$

Obliczanie rzeczywistych kosztów źródeł finansowania uwzględniających zmiany wartości pieniądza w czasie jest niezwykle istotne. Bazowanie tylko na prowizjach i odsetkach może być mylące. Identyfikacja efektywnego kosztu faktoringu umożliwia:

- porównanie go z innymi źródłami finansowania,
- ustalenie minimalnej stopy zwrotu z pozyskanych środków.

Aby warto było pozyskiwać gotówkę z faktoringu przy prowizji, odsetkach i zabezpieczeniu ustalonym w przykładzie, zysk powinien być wyższy niż 17,15% rocznie (1,3281% miesięcznie), co można udowodnić:

1. Zainwestowanie 640 475 zł na 1,33% miesięcznie po dwóch miesiącach daje:

$$640\,475\text{ zł} \times (1 + 0,0133)^2 = 657\,624,93\text{ zł}$$

2. Po dwóch miesiącach od faktora otrzymujemy zwrot 20% wartości sprzedanych faktur, tj. 164 400 zł, czyli razem mamy 822 024,93 zł, to znaczy więcej niż przy bezpośredniej zapłacie od dłużnika.

Należy zwrócić uwagę, że warunki faktoringu mogą podlegać negocjacjom. Zmiana np. kwoty wypłacanej przez faktora po uregulowaniu zobowiązań przez dłużnika (pełniącą rolę funduszu gwarancyjnego) w istotny sposób może wpłynąć na ostateczny koszt faktoringu. Wyliczenia dla danych z przykładu zawiera tabela 5.12. Analogiczne obliczenia dokonane mogłyby być dla zmian prowizji czy odsetek. Przedsiębiorca może także próbować negocjować termin płacenia odsetek i prowizji bądź też podstawę ich naliczania.

Tabela 5.12. Wpływ zmian wysokości funduszu gwarancyjnego na efektywny koszt faktoringu

Wartość sprzedawanych wierzytelności:	822 000,0	822 000,0	822 000,0	822 000,0	822 000,0	822 000,0	822 000,0
Prowizja (1%)	8 220,0	8 220,0	8 220,0	8 220,0	8 220,0	8 220,0	8 220,0
Odsetki (6,5%)	8 905,0	8 905,0	8 905,0	8 905,0	8 905,0	8 905,0	8 905,0
Fundusz gwarancyjny (%)	30,0%	25,0%	20,0%	15,0%	10,0%	5,0%	0,0%
Fundusz gwarancyjny (zł)	246 600,0	205 500,0	164 400,0	123 300,0	82 200,0	41 100,0	0,0
Otrzymana płatność od faktora w początkowym okresie	558 275,0	599 375,0	640 475,0	681 575,0	722 675,0	763 775,0	804 875,0
Otrzymana płatność w końcowym okresie pomniejszona o wartość wierzytelności	-575 400,0	-616 500,0	-657 600,0	-698 700,0	-739 800,0	-780 900,0	-822 000,0
Miesięczny koszt faktoringu	1,52%	1,42%	1,33%	1,25%	1,18%	1,11%	1,06%
Roczny efektywny koszt faktoringu	19,88%	18,42%	17,15%	16,05%	15,09%	14,23%	13,46%

Źródło: Opracowanie własne.

O ile jednak prowizje, odsetki, czy opłaty dodatkowe podlegają ustaleniom z faktorem, o tyle przedsiębiorca może decydować, które faktury przedstawia do wykupu. Termin zapłaty faktury odgrywa jednocześnie istotne znaczenie z punktu widzenia kosztu – im jest dłuższy, tym odsetki kwotowo są wyższe, zmienia się jednak również ilość płaconych w skali roku prowizji. Tabela 5.13 zawiera przykładowe obliczenia kosztu faktoringu dla faktur o różnych terminach płatności. Wynika z niej jednoznacznie, że przy założeniu niezmienności prowizji i oprocentowania, wraz ze wzrostem czasu do zapłacenia faktury zmniejsza się kwota do dyspozycji przedsiębiorcy, ale również koszt faktoringu.

Tabela 5.13. Wpływ zmian terminu płatności na efektywny koszt faktoringu

Wartość sprzedawanych wierzytelności:	822 000,0	822 000,0	822 000,0	822 000,0	822 000,0	822 000,0
Prowizja (1%)	8 220,0	8 220,0	8 220,0	8 220,0	8 220,0	8 220,0
Termin zapłaty faktury (miesiące)	1	2	3	4	5	6
Odsetki (6,5%)	4 452,5	8 905,0	13 357,5	17 810,0	22 262,5	26 715,0
Fundusz gwarancyjny (20%)	164 400,0	164 400,0	164 400,0	164 400,0	164 400,0	164 400,0
Otrzymana płatność od faktora w początkowym okresie	644 927,5	640 475,0	636 022,5	631 570,0	627 117,5	622 665,0
Otrzymana płatność w końcowym okresie pomniejszona o wartość wierzytelności	-657 600,0	-657 600,0	-657 600,0	-657 600,0	-657 600,0	-657 600,0
Miesięczny koszt faktoringu	1,96%	1,33%	1,12%	1,01%	0,95%	0,91%
Roczny efektywny koszt faktoringu	26,30%	17,15%	14,28%	12,88%	12,07%	11,54%

Źródło: Opracowanie własne.

5.4. Rynek faktoringu w Polsce

Badanie rynku faktoringu w Polsce nie jest łatwe. Stosunkowo najwięcej informacji pozyskać można poprzez Konferencję Instytucji Faktoringowych, czyli zespół działający przy Polskim Związku Pracodawców Prywatnych Banków i Instytucji Finansowych. KIF stara się cyklicznie publikować raporty dotyczące rynku, przy czym bazuje przede wszystkim na danych swoich członków. Wydaje się, że rynek będzie stawał się bardziej przejrzysty ze względu na fakt, że na giełdzie papierów wartościowych pojawiła się pierwsza spółka z tego sektora – Eurofaktor¹⁷³. Z drugiej strony, działalność drugiego dotychczas podmiotu na rynku – Raiffeisen Faktoring Polska Sp. z o.o. przejęta została przez macierzysty bank nie będący członkiem KIF, co utrudniać może analizy.

Z punktu widzenia przedsiębiorców najistotniejszy jest fakt, że rynek wyraźnie się rozwija, a usługi stają się bardziej dostępne. Obroty w 2004 roku szacowane są na 14,1 mld zł (wzrost o ok. 2 mld zł), z tego na 9 firm skupionych w KIF przypadało 10,5 mld zł. W stosunku do 2003 roku rynek zwiększył się o około 17%, przy czym średnioroczne obroty zwiększyły się w latach 2000-2003 o 22,4%. Duża zmiana spowodowana była przede wszystkim niewielką skalą faktoringu na początku okresu analizy. Spółki zrzeszone w KIF skupiły w pierwszym półroczu 2005 roku faktury o wartości 5,09 mld zł wobec 5,82 mld zł przed rokiem, przy czym aby uzyskać lepszy obraz skali zmian, należy do danych z 2005 roku dodać około 1,39 mld zł wierzytelności skupionych przez Raiffeisen Bank Polska, który w 2004 roku uwzględniany był w klasyfikacjach KIF. Wybrane informacje o głównych podmiotach rynku faktoringu w Pol-

¹⁷³ Eurofaktor debiutował na GPW w grudniu 2004 r.

sce zawierają tabele 5.14a i 5.14b. Nadmienić należy, że wiele banków świadczy usługi faktoringowe, jednak wielkość tego rynku nie jest znana¹⁷⁴.

Tabela 5.14a. Największe firmy faktoringowe – I półrocze 2005 roku cz. I

Faktor	Wykupione faktury – mln zł (I poł. 2005 r.)	Główni właściciele	Opis
Raiffeisen Bank Polska	1 390	Grupa Raiffeisen	Lider rynku; obsługuje przedsiębiorców reprezentujących budownictwo, przemysł kosmetyczny i papierniczy, dystrybutorów paliw i stali; oferta przede wszystkim dla dużych i średnich przedsiębiorstw.
Pekao Faktoring	1 370	Bank Pekao i pośrednio UniCredito Italiano	Oferta dla dużych i średnich firm notujących roczne obroty powyżej 800 tys. euro; firma kojarzona z obsługą klientów Banku Pekao, w tym włoskich przedsiębiorstw działających w Polsce, nie wykupuje faktur w branży obrotu paliwami ciekłymi i stałymi, nie skupuje wierzytelności zakładów opieki zdrowotnej.
Handlowy-Heller	1 221	Citibank Handlowy oraz NMB-Heller Holding NV	Oferta dla małych, średnich i dużych firm; obsługuje przede wszystkim firmy z sektora FMCG (szybkobieżne dobra powszechnego użytku). Klientami firmy są zarówno międzynarodowe koncerny, jak i polskie spółki średniej wielkości.
Polfactor	1 119	BRE Bank i pośrednio Commerzbank	Specjalizuje się w obsłudze dużych firm, dobrze rozwinięty faktoring zagraniczny; ma spółki świadczące usługi faktoringowe także w innych krajach Europy Środkowej. Kontroluje m.in. węgierską spółkę Maygar Factor, jest także właścicielem austriackiej firmy Intermarket Bank AG, przez którą kontroluje spółki faktoringowe w Czechach i Słowacji.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Brycki G., *Trzeba dobrze trafić. Nie każda firma faktoringowa obsługuje małe przedsiębiorstwo*, Rzeczpospolita, 27.05.2005; A. Powierża, *Eurofaktor – raport analityczny*, BDM PKO BP, 20.09.2005, <http://www.faktoring.pl>

Mimo rosnącej popularności faktoringu warto zaznaczyć, że nadal stosunkowo niewiele firm korzysta z tej formy finansowania. Liczba rachunków faktoringowych szacowana jest na około 35 tys., co przy około 1,7 mln przedsiębiorstw nie stanowi zbyt imponującego wyniku¹⁷⁵. Przyczyn takiej sytuacji doszukiwać się można w konstrukcji oferty, skierowanej przede wszystkim do dużych i średnich przedsiębiorstw oraz zawierającej głównie usługę faktoringu niepełnego. Tym samym często z punktu widzenia przedsiębiorców niwelowane są podstawowe zalety faktoringu: przeniesienie ryzyka niewypłacalności dłużnika na faktora oraz brak konieczności ustanawiania zabezpieczeń. Ograniczane jest tym samym grono firm mogących skorzystać z oferty.

¹⁷⁴ A. Powierża, *Eurofaktor – raport analityczny*, BDM PKO BP, 20.09.2005.

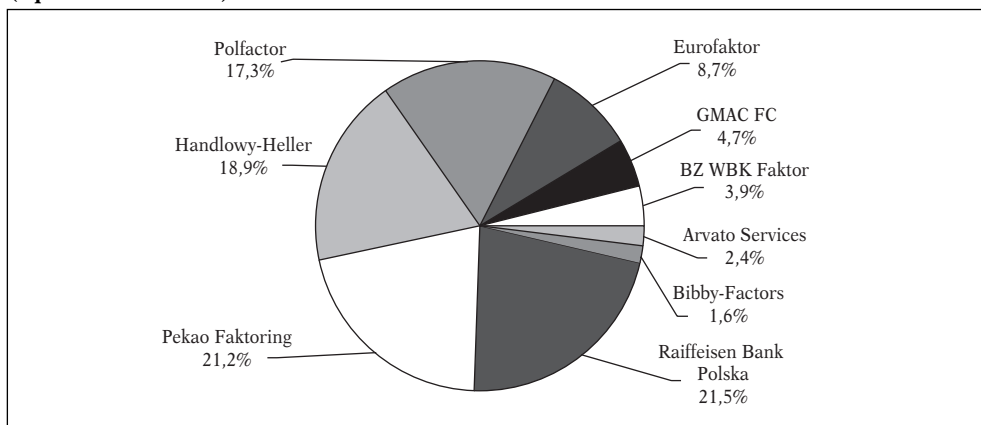
¹⁷⁵ M. Matusiak, *Alternatywa dla kredytu*, Gazeta Prawna, 22.11.2005.

Tabela 5.14b. Największe firmy faktoringowe – I półrocze 2005 roku cz. II

Faktor	Wykupione faktury – mln zł (I poł. 2005 r.)	Główni właściciele	Opis
Eurofaktor	563	Spółka publiczna	Koncentruje się na obsłudze spółek z dobrze znanych sobie branż: energetyka, obsługa górnictwa, hutnictwo; na 5 głównych klientów przypada 89% limitu faktoringowego.
GMAC FC	305	General Motors	Spółka nowa, szybko zdobywająca udziały rynkowe; specjalizuje się w usługach faktoringowych dla branż przemysłowej i handlowej.
BZ WBK Faktor	254	BZ WBK i pośrednio AIB	Specjalizuje się w średnich firmach, dobra współpraca z bankiem.
Arvato Services	153	Arvato, wchodzące w skład grupy Bertelsmanna	Specjalizuje się w przejęciu ryzyka: faktoring pełny stanowi około 70% wartości faktur wykupionych przez Arvato; klientami są przedsiębiorstwa o rocznych przychodach przekraczających 7 mln zł. Spora część klientów to firmy z branży wydawniczej.
Bibby-Factors	102	Bibby Financial Services, należąca do Bibby Line Group	Specjalizuje się w małych firmach; klientami tej firmy są m.in. przedsiębiorstwa z branż poligraficznej i papierniczej, producenci opakowań, mebli oraz firmy zajmujące się hurtowym handlem produktami niepsującymi się, m.in. spożywczymi.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Brycki G., *Trzeba dobrze trafić. Nie każda firma faktoringowa obsługuje małe przedsiębiorstwo*, Rzeczpospolita, 27.05.2005; A. Powierża, *Eurofaktor – raport analityczny*, BDM PKO BP, 20.09.2005, <http://www.faktoring.pl>

Niemniej jednak analitycy przewidują, że rynek będzie dalej dynamicznie się rozwijał. Za powyższą diagnozą przemawiać ma fakt, że w Polsce skala obrotów na rynku faktoringowym w 2004 roku stanowiła ok. 1,6% PKB wobec 10-20% w niektórych krajach europejskich. Przy czym tak wysoki udział faktoringu występuje w państwach o relatywnie trudnym dostępie do kredytu, niskiej sprawności systemu sądowego i małej rzetelności w regulowaniu zobowiązań (np. Włochy, Portugalia)¹⁷⁶.

Rysunek 5.2. Podział rynku obsługiwanego przez największe firmy faktoringowe (I połowa 2005 roku)

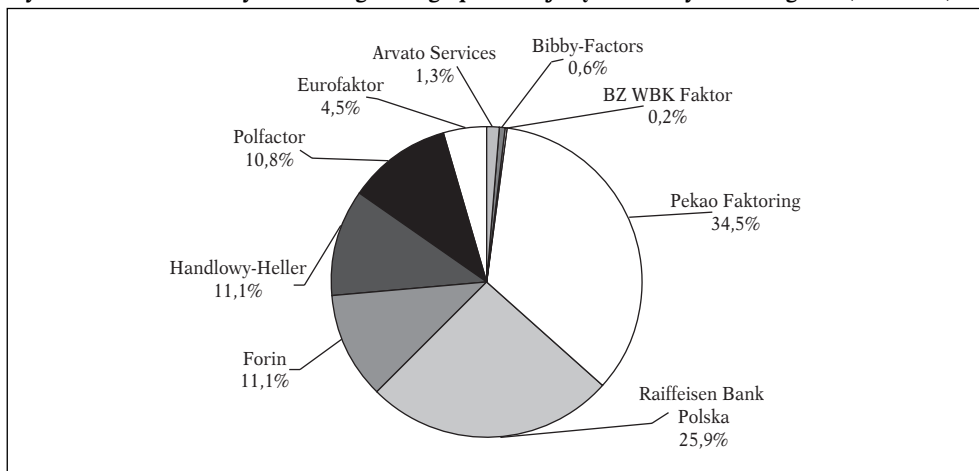
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Powierża A., *Eurofaktor – raport analityczny*, BDM PKO BP, 20.09.2005.

¹⁷⁶ A. Powierża, *Eurofaktor...*, op. cit.

Szansą na rozwój rynku może być rozwinięcie działalności faktoringowej przez firmy pośredniczące w obrocie wierzytelnościami. Ich oferta mogłaby być skierowana do małych przedsiębiorstw, pomijanych przez dużych faktorów.

Aktualny podział rynku między firmy zrzeszone w Konferencji Instytucji Faktoringowych przedstawia rysunek 5.2. Na rysunku 5.3 zamieszczono analogiczny wykres dla 2003 roku.

Rysunek 5.3. Podział rynku obsługiwanego przez największe firmy faktoringowe (2003 rok)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Rzeczpospolita 27.01.2004.

Podsumowanie

Faktoring jest jednym z najdynamiczniej rozwijających się źródeł finansowania działalności gospodarczej w Polsce. Jego popularność wynika między innymi z faktu narastających problemów z płynnością wielu przedsiębiorstw. Łatwo udowodnić, że nieumiejętne zwiększanie sprzedaży prowadzić może do bankructwa przedsiębiorstwa i pogorszenia jego sytuacji finansowej, mimo wzrostu zysku, który często pozostaje jedynie zapisem księgowym. Sprzedaż wierzytelności wyspecjalizowanej instytucji finansowej może być w tego typu sytuacji dobrym rozwiązaniem. Aby jednak warto było korzystać z faktoringu, należy starannie wyznaczyć jego koszt oraz zbadać, czy rzeczywiście opłaca się w ten sposób finansować działalność.

Rozdział 6

Franchising jako alternatywna forma finansowania rozwoju przedsiębiorstwa

Małgorzata Gałązka-Sobotka

Przedsiębiorstwo to system otwarty, co oznacza, że jego wzrost i przetrwanie zależą od istniejących obecnie warunków zewnętrznych i tych, które wystąpią w przyszłości. Faktem jest, iż funkcjonowanie przedsiębiorstw dzisiaj ulega zasadniczym zmianom, których głównym wyznacznikiem jest globalizacja w płaszczyźnie gospodarczej i społecznej, czyli tendencja do świadomego kształtowania procesów w skali międzynarodowej i światowej.

Współczesne przedsiębiorstwa borykają się z intensywną konkurencją krajową i zagraniczną, ograniczeniami surowcowymi, cięciami w polityce finansowej państwa, rosnącymi wymaganiami ekologicznymi i ergonomicznymi, zmniejszającą się liczbą miejsc pracy, przyspieszonym procesem starzenia się wyrobów, obniżaniem się kosztów produkcji, itp. Wszystkie te tendencje zachodzące w gospodarce światowej nie ominęły również Polski. Zachodzące przemiany zmusiły je do szukania skutecznych rozwiązań pozwalających utrzymać się na rynku.

W związku z brakiem możliwości precyzyjnego określenia skutków wywołanych licznymi przekształceniami w obrębie elementów makro- i mikroekonomicznych, funkcjonowanie podmiotów gospodarczych obarczone jest znacznym poziomem ryzyka i niepewności, co z pewnością nie ułatwia rozwiązywania problemów zwłaszcza tych dotyczących przyszłości. Ryzyko jest nieodłącznym elementem działalności gospodarczej, towarzyszącym wszelkim zamierzeniom podejmowanym przez podmioty rynkowe, determinującym jednocześnie końcowy rezultat planowanych działań. Jest niebezpieczeństwem zaistnienia zdarzeń i działań, które uniemożliwiają osiągnięcie celów przedsiębiorstwa, lub realizację założonej strategii działania.

W poszukiwaniu efektywnych form strategicznych menedżerowie decydują się na świadome zarządzanie ryzykiem, czyli opracowują metody i działania

zmierzające do optymalizacji ryzyka w funkcjonowaniu firmy i do podejmowania racjonalnych decyzji¹⁷⁷.

Organizacja, która opanuje sztukę odważnego, ale zarazem gwarantującego bezpieczeństwo zarządzania ryzykiem, czyli posiadać zdolność kreowania umiejętności, dostosowywania się do warunków otoczenia, innowacyjności i produktywności, idąc za I. Hejduk i W.M. Grudzewskim zasługuje na miano inteligentnej¹⁷⁸.

Jednocześnie coraz dynamiczniej rozwijająca się współczesna gospodarka, wyraźnie nasilająca się globalna konkurencja sprawiają, że sukces staje się udziałem wyłącznie przedsiębiorstw wybitnych, zdolnych wyłamać się ze stereotypów, realizujących odważne strategie rozwojowe. Radykalna koncepcja uporządkowanej zmiany przedsiębiorstwa dokonywanej z myślą o odległej przyszłości jest zaprzeczeniem konserwatywnego, defensywnego, „bojaźliwego” podejścia strategicznego. Tylko w ekspansywny i często nieszablonowy sposób polskie firmy mają szansę dorównać w swojej sile konkurencyjnej firmom zagranicznym, a nawet globalnym.

Dróg realizacji tego celu jest wiele. Jedną z nich jest wybór alternatywnego sposobu finansowania rozwoju przedsiębiorstwa w kraju i za granicą w oparciu o *franchising*. Ta bezinwestycyjna forma ekspansji pojawiła się w Polsce stosunkowo późno w porównaniu do innych europejskich krajów. Koncepcja ta jednak dość szybko zyskała uznanie polskich przedsiębiorców i coraz dynamiczniej wpisuje się w polską rzeczywistość gospodarczą. Jak pokazują statystyki, z jednej strony, stanowi doskonałą okazję, szczególnie dla małych i średnich przedsiębiorstw, do rozpoczęcia działalności i uzyskania potencjału konkurencyjnego, pozytywnie weryfikowanego zarówno przez rywali na rynkach lokalnych, krajowych, jak i międzynarodowych. Z drugiej strony, jest szybką formą ekspansji rynkowej i szansą na upowszechnienie znaku firmowego zarówno w kraju, jak i za granicą dla założycieli systemów franchisingowych. Ułatwia minimalizację ryzyka poprzez świadomą rezygnację z części potencjalnego zysku i przekazanie prawa do prowadzenia analogicznego interesu osobom trzecim.

Uniwersalizm franchisingu stanowi jego główny atut i determinuje tak dynamiczny rozwój tej koncepcji na świecie. Stanowi bowiem dla franchisodawcy źródło pozyskania zewnętrznych środków finansowych będących w dyspozycji biorców licencji, na rozwój sprawdzonej oferty produktowej i/lub usługowej. Ponadto, jest doskonałym sposobem zorganizowania przedsiębiorstwa, które poprzez klarowny układ sieciowy może funkcjonować w efektywny sposób na wielu, często bardzo oddalonych od siebie rynkach.

¹⁷⁷ Zob. J. Bizon-Górecka, *Strategie zarządzania ryzykiem w organizacji gospodarczej*, Przegląd Organizacji nr 1, 2001.

¹⁷⁸ Zob. W.M. Grudzewski, I. Hejduk, *Koncepcje kreowania organizacji inteligentnej w przedsiębiorstwach*, Organizacja i Kierowanie nr 4, 1997.

Z punktu widzenia franchisobiorców jest on sposobem rozwoju działalności gospodarczej w oparciu o uznany, wiarygodny *know-how*, który dla wielu przedsiębiorców kupujących licencje franchisingowe jest podstawową i najtrudniejszą do pokonania w „pojedynkę” barierą wejścia na rynek. Wejście do sieci wymaga wprowadzie środków finansowych, ale ich wysokość jest niewspółmierna do korzyści, jakie wynikają z pozyskania znanej marki i funkcjonowania w szerokiej skali. Posługując się teorią kosztu alternatywnego można sformułować tezę, iż wydatki związane z zakupem licencji franchisingowej są niższe od kosztu alternatywnego, jakim w tym przypadku są środki niezbędne do stworzenia własnej koncepcji biznesowej, wykreowania silnej marki oraz szybkiego i sprawnego wprowadzenia jej na wymagający, często międzynarodowy rynek.

6.1. Istota i formy franchisingu

Franchising to nowa metoda rozwoju i zarządzania przedsiębiorstwem, mimo iż jej pierwsze bliżej niesformalizowane początkowe formy były już stosowane przed wiekami. Jednak dopiero w ostatnich 20-30 latach duże firmy zaczęły stosować franchising na skalę krajową i międzynarodową, a także coraz częściej na skalę globalną. Mimo, iż zjawisko rozwoju firm na zasadzie współpracy franchisingowej rozszerzyło się na skalę światową, to nadal niewielu potencjalnych konsumentów zdaje sobie sprawę z jego istnienia oraz z jego skutków gospodarczo-ekonomicznych.

Samo słowo „franchising” oznacza dosłownie „bycie wolnym”¹⁷⁹. W takim sensie koncepcja ta oferuje wolność w prowadzeniu, zarządzaniu i kierowaniu własną firmą. Jednakże tam gdzie jest wolność, musi być i odpowiedzialność za własne decyzje. We franchisingu odpowiedzialność biorcy licencji franchisingowej polega na podporządkowaniu się regułom zawartym w umowie z franchisodawcą. Dawca licencji jest bowiem właścicielem znaku towarowego i marki sieci franchisingowej.

Franchising, bez względu na branżę, łączy kilka wspólnych elementów: *z jednej strony*, występowanie przedsiębiorstwa, posiadającego wartość będącą przedmiotem franchisingu. Wartość tę stanowić mogą: znak towarowy, marka firmy, procedury produkcji, standard i rozwiązania organizacyjne. *Z drugiej strony*, obecność osoby lub kilku osób, starających się o zezwolenie na eksploatację przedmiotu franchisingu. Obie strony łączy umowa regulująca stosunki między nimi, warunki kontroli wykorzystania przyznanego zezwolenia, wysokość opłat franchisingowych za udzielenie zezwolenia i korzystania z przedmiotu franchisingu¹⁸⁰.

¹⁷⁹ Portal franchisingowy, <http://www.franchising.info.pl/> 20.11.2005 r.

¹⁸⁰ Zob. Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, www.parp.gov.pl/klik2.php?p=partnerinfo/przewodnik/7dz5.rtf 9.11.2005 r.

W polskim piśmiennictwie najbardziej rozbudowaną definicję franchisingu zaproponował A. Koch, którego zdaniem, „franchising jest metodą rozszerzania rynków zbytu określonego rodzaju aktywności gospodarczej poprzez zorganizowanie sieci jednolitych placówek, prowadzących tę aktywność na terenach oddalonych od siedziby organizatora sieci. Osoby trzecie prowadzą poszczególne punkty sieci na własny rachunek i we własnym imieniu. Organizator sieci udziela im odpłatnie zezwoleń na posługiwanie się znaną mu i sprawdzoną z sukcesem techniką działalności gospodarczej, zapewniając wszelką niezbędną pomoc przy jej wykorzystywaniu oraz na występowanie na zewnątrz pod oznaczeniami i emblematami, które w oczach odbiorców symbolizują renomę owej techniki działalności”¹⁸¹.

Według A. Tokaj-Krzewskiej franchising oznacza cały zakres stosunków ekonomicznych, w ramach których właściciel produktu, procesu lub nazwy zezwala innej firmie (osobie) na prowadzenie określonej działalności, w zamian za ustaloną opłatę. Autorka wyróżnia dwa elementy konstytuujące franchising¹⁸²:

- **pakiet praw własności przemysłowej lub intelektualnej** związany ze znakami towarowymi, wzorami użytkowymi i zdobniczymi, sztyldami sklepowymi, nazwami handlowymi, prawami autorskimi, *know-how* i patentami oraz
- **czynność prawną** jaką jest udostępnienie tego pakietu do korzystania w celu odsprzedaży dóbr i świadczenia usług końcowym użytkownikom.

Najbardziej znane definicje znajdują się w dwóch typach uregulowań – w kodeksach Deontologicznych Związków Franchisingowych¹⁸³ oraz prawie antymonopolowym¹⁸⁴.

Definicja umieszczona w Kodeksie Etycznym Franchisingu określa go jako system sprzedaży towarów, usług lub technologii, opierający się na ścisłej i ciągłej współpracy pomiędzy prawnie i finansowo odrębnymi i niezależnymi przedsiębiorstwami, franchisodawcą i jego indywidualnymi franchisobiorcami. Istota tego systemu polega na tym, że franchisodawca nadaje swoim franchisobiorcom prawo oraz nakłada obowiązek prowadzenia działalności zgodnie z jego koncepcją¹⁸⁵.

Franchising nie polega tylko na sprzedaży prawa do używania logo sieci lub znaku towarowego – jest to pełny *system prowadzenia biznesu*, w którym biorca licencji może liczyć ze strony dawcy licencji na systemową i systematyczną opiekę – na szkolenia dla siebie i załogi, na kampanie promocyjne wspierające sprzedaż czy na *know-how*. Za tę pomoc biorca przekazuje franchisodawcy tzw. opłatę wstępną za udzielenie licencji i potem – przez cały czas trwania kontraktu – wpłaca na rzecz

¹⁸¹ A. Koch, *Umowa franchisingu*, RPEiS, Warszawa 1980, s. 15.

¹⁸² A. Tokaj-Krzewska, *Franchising. Strategia rozwoju małych firm w Polsce*, Difin, Warszawa 1999, s. 13.

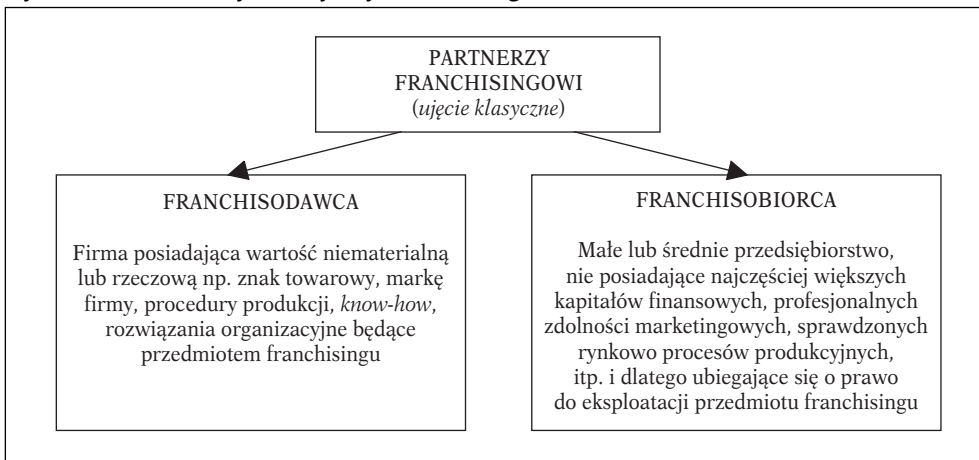
¹⁸³ Są to kodeksy etyczne.

¹⁸⁴ *Ustawa z dnia 15 grudnia 2000 r. o ochronie konkurencji i konsumentów konsumentów* (Dz.U. Nr 86, poz. 804.)

¹⁸⁵ Portal franchisingowy, www.franchising.info.pl/main.php?id=article.php&article_id=162, 12.11.2005.

dawcy pewien procent swoich obrotów. Pieniądze te są wykorzystywane na rzecz całej sieci i służą wszystkim biorcom licencji – są one przeznaczane między innymi na badania marketingowe, opracowywanie nowych produktów i kampanie reklamowe. Franchisiorca wykorzystuje w swej działalności doświadczenie, wiedzę i metody działania opracowane przez dawcę licencji. Franchisodawca zyskuje natomiast możliwość dynamicznego rozwoju sieci poprzez gromadzone środki finansowe i rozpowszechnianie marki na rynku.

Rysunek 6.1. Partnerzy w klasycznym franchisingu



Źródło: Opracowanie własne.

Główną ideą franchisingu jest wyjątkowość pomysłu, na którym oparte jest działanie franchisodawcy. Nie musi to być koniecznie najnowsza technologia, zazwyczaj jest to proste rozwiązanie organizacyjne, przykładem może być tu idea *fast food* (np. McDonald's), czy też wyspecjalizowany proces produkcyjny lub usługowy (np. sieć salonów fryzjerskich Jean Louis Dawid) lub precyzyjnie określona oferta handlowa (np. sieć sklepów Drogeria Natura) i tym podobne. Pomysłodawca przeważnie ubezpiecza koncepcję, na której opiera rozwój sieci poprzez uzyskanie patentu.

Nowoczesny franchising narodził się w Stanach Zjednoczonych po zakończeniu wojny secesyjnej. Firma Singer Sewing Machine Company stworzyła sieć samodzielnych dystrybutorów, którzy sprzedawali produkowane przez nie maszyny do szycia po uiszczeniu wcześniej odpowiedniej opłaty za przyznanie im wyłącznego prawa do rozpowszechniania maszyn Singera na określonym terenie. Pomimo, że eksperyment ten nie powiódł się to został w ten sposób przetarty szlak, którym poszły później inne przedsiębiorstwa. Po drugiej wojnie światowej instytucja franchisingu w Stanach Zjednoczonych przeszła okres rozkwitu i odniosła liczne sukcesy w wielu innych gałęziach produkcji i usług, jak: przetwórstwo ropy naftowej, produkcja

napojów chłodzących, hotelarstwo, gastronomia, handel odzieżą, obuwiem, artykułami chemicznymi czy kosmetykami. Jak szacuje, mieszczące się w Stanach Zjednoczonych, Międzynarodowe Stowarzyszenie Franchisingu (*International Franchise Association* – IFA), które zrzesza ponad 32 tys. franchisodawców i franchisobiorców z ponad 100 krajów, obecnie co dwunasta mała firma amerykańska jest franchisobiorcą, dając łącznie zatrudnienie ponad 8 mln Amerykanów¹⁸⁶.

Podstawowym celem stosowania franchisingu jest dążenie do wyeliminowania lub przynajmniej zmniejszenia trudności związanych z zarządzaniem rozproszoną siecią jednostek. Inne cele możliwe do osiągnięcia dzięki franchisingowi to cel finansowy, lokalowy i kadrowy¹⁸⁷:

- **Cel finansowy.** Brak własnych środków, trudności z uzyskaniem kredytu, obawa przed nadmiernym ryzykiem kredytowym, a także obawa przed inwestowaniem własnych pieniędzy (mimo ich posiadania) mogą być barierą rozwoju sieci. Sposobem na pokonanie tej bariery finansowej może być właśnie uruchamianie dalszych jednostek sieci za pieniądze franchisobiorców – bez konieczności zaangażowania finansowego franchisodawcy. Franchisodawca realizuje w ten sposób swój cel, czyli rozwój sieci, a ceną jaką za to płaci, jest dopuszczenie innych przedsiębiorców do intratnego interesu.
- **Cel lokalowy.** Inną barierą w rozwoju sieci może być brak odpowiednich lokali lub trudności ich pozyskania. Bariera ta często wiąże się z barierą finansową. W wielu tego typu sieciach, lokalizacja jednostki, punktu sprzedaży towarów bądź usług ma bardzo duże znaczenie. Szczególnie wtedy, gdy działalność sieci jest nastawiona na ostatecznego konsumenta, tak jak w przypadku: restauracji, sklepów detalicznych czy stacji benzynowych. Poprzez zaoferowanie uczestnictwa w sieci franchisingowej można pozyskać właścicieli atrakcyjnych lokalizacji, którzy są gotowi na przystąpienie do sieci bez odstąpienia swojej własności.
- **Cel kadrowy (operacyjny).** W przypadku celu operacyjnego chodzi o scedowanie na franchisobiorcę bieżących, codziennych problemów związanych z prosperowaniem danej jednostki i kierowaniem nią. Chodzi tu głównie o problemy kadrowe, związane z administracją, kontrolą kosztów, itp. Poprzez zastosowanie franchisy, franchisodawca uzyskuje większe zaangażowanie kierownika danej jednostki¹⁸⁸ i jednocześnie może ograniczyć własną administrację konieczną do zarządzania siecią i jej kontrolą. Dodatkowo pojawia się pewna

¹⁸⁶ Historia rozwoju franchising, Portal franchisingowy, www.franchising.info.pl/main.php?id=article.php&article_id=162, 12.11.2005.

¹⁸⁷ G. Chmielarski, *Franczyza jako sposób rozwoju przedsiębiorstwa*, [w:] *Przedsiębiorstwo partnerskie*, M. Romanowska, M. Tracki (red.), Difin, Warszawa 2002, s. 221-222.

¹⁸⁸ Jest nim pracujący na swój rachunek franchisobiorca, a nie najemny pracownik. Od niego zależy powodzenie całego przedsięwzięcia i wielkość osiągniętych przychodów.

korzyść systemowa będąca efektem większej swobody decyzyjnej franchisobiorcy w rozwiązywaniu lokalnych problemów i przejawianiu inicjatywy, aniżeli w przypadku kierownika-pracownika najemnego.

Franchising może być traktowany także jako sposób na rozwiązanie problemów związanych z zarządzaniem, kontrolą kosztów czy administracją, występujących w już zbudowanej sieci stanowiącej własność jednego przedsiębiorcy. W tym przypadku jej cel będzie ewidentnie kadrowy. Oznacza to zamianę kierowników-pracowników najemnych na przedsiębiorców, wyposażonych w określoną dozę samodzielności, pracujących na własny rachunek i ponoszących określone ryzyko finansowe. W ostatecznym rozrachunku finansowym okazuje się, że mimo konieczności dzielenia się dochodem całej sieci z franchisobiorcą, franchisodawca zarabia więcej, niż gdyby prowadził wszystkie jednostki jako własne, kierowane przez kierowników-pracowników najemnych¹⁸⁹. Zależność tę potwierdzają właściciele sieci Drogeria Natura, firma LPP – właściciel marki Reserved, czy zarządzający firmą Dr Irena Eris, dla których franchising stał się komplementarną formą rozwoju rynkowego obok tworzenia własnych oddziałów/punktów sprzedaży.

W procesie rozwoju franchisingu na świecie wyodrębniło się kilka jego klasyfikacji, opartych na zróżnicowanych kryteriach. Identyfikację zasadniczych typów franchisingu zaprezentowano w tabeli 6.1.

Tabela 6.1. Typy franchisingu i kryteriach ich identyfikacji

Kryterium podziału	Typy franchisingu
Podmiot prowadzonej działalności	• franchising przemysłowy – w ramach którego dawca zobowiązuje się do udostępnienia biorcy swego <i>know-how</i> (to jest całokształtu wiadomości, a więc wiedzy fachowej oraz doświadczeń dotyczących technologii i prowadzenia procesu produkcyjnego określonego wyrobu), technologii produkcji, tajemnicy zawodowej i tym podobne, celem wytwarzania w ramach jego przedsiębiorstwa określonych wyrobów o identycznej jakości i takich samych cechach zewnętrznych, jakie mają dobra produkowane w macierzystym przedsiębiorstwie; • franchising dystrybucyjny – gdzie franchisodawca zobowiązuje się do dostarczania biorcy określonych towarów, a franchisobiorca przyjmuje obowiązek ich sprzedaży w ramach działalności swojego przedsiębiorstwa; • franchising usługowy – zawiera zobowiązanie biorcy do posługiwania się znakiem firmowym franchisodawcy oraz stosowanym przez niego oznakowaniem przedmiotów i wykonywanych usług; • franchising mieszany – zawiera elementy franchisingu produkcyjnego, handlowego oraz usługowego.
Forma organizacyjna systemu	• franchising bezpośredni – gdzie umowa zawierana jest bezpośrednio między dawcą, a biorcami, zainteresowanymi tą formą działalności gospodarczej; w jej ramach istnieje bardzo ściśle powiązanie interesów prawnomajątkowych dawcy i biorcy;

¹⁸⁹ G. Chmielarski, *Franchising jako sposób rozwoju...*, op. cit., s. 223.

Tabela 6.1. c.d. Typy franchisingu i kryteriach ich identyfikacji

Kryterium podziału	Typy franchisingu
Forma organizacyjna systemu	• franchising pośredni – gdzie umowa zawierana jest między dawcą a biorcą prowadzącym działalność na terytorium, które traktuje jako perspektywiczny dla siebie rynek. Do tej kategorii należą: subfranchising oraz umowa o rozbudowę sieci, w ramach których <i>master franchiser</i> rozwija samodzielnie lokalną sieć dawcy, działając pod jego znakiem; • franchising indywidualny – na mocy którego potencjalny biorca może otworzyć tylko jedno przedsiębiorstwo, punkt sprzedaży dóbr lub usług, a jego działalność ograniczona jest do pewnego terytorium; • franchising wielokrotny – gdzie jeden biorca otrzymuje prawo do utworzenia na wskazanym terytorium wielu przedsiębiorstw franchisingowych (punktów sprzedaży dóbr i usług); • franchising wydzielony lub minifranchising – gdzie biorca, na mocy umowy franchisingu prowadzi działalność obejmującą jedynie fragment obszaru działalności gospodarczej franchisodawcy; • franchising wiązany – w ramach którego franchisodawca sprzedaje swoje towary lub usługi w obrębie punktu innego franchisodawcy.
Cele strategiczne przedsiębiorstwa	• franchising konwersyjny – w ramach którego działające w danej branży przedsiębiorstwo zawiera umowę franchisingową z inną, renomowaną firmą, w celu podniesienia swojej reputacji, a co za tym idzie, zwiększenia dochodów; • franchising w niszy – gdzie franchisodawca stara się za pośrednictwem stworzonej przez siebie sieci zaspokoić potrzeby konkretnego segmentu rynku; • franchising wielokoncepcyjny – czyli „zarządzanie portfelem”, w ramach którego franchisodawca zakupuje kolejne formuły, pakiety franchisingowe, stając się jednocześnie biorcą lub subdawcą innych systemów.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie A. Tokaj-Krzewska, *Franchising. Strategia rozwoju małych...*, op. cit., s. 15-19.

Przed każdym przedsiębiorstwem funkcjonującym w warunkach wysoce konkurencyjnego otoczenia, pojawia się konieczność dokonania wyboru optymalnej drogi rozwoju. Zasadnicze możliwości są dwie, tj.:

- **rozwój wewnętrzny** polegający na tworzeniu potencjału rynkowego w oparciu o własne zasoby finansowe, ludzkie, organizacyjne, produkcyjne, technologiczne itp. Znajomość mocnych stron pozwala ocenić szanse pokonania wszystkich barier wejścia do nowej branży w postaci nakładów inwestycyjnych niezbędnych do uzyskania opłacalnej skali produkcji, koniecznych zezwoleń, atestów, licencji, koncesji, stworzenia sieci dystrybucji, marketingu, oraz kosztów odparcia działań odwetowych ze strony przedsiębiorstw już działających na rynku docelowym firm;
- **rozwój zewnętrzny** oparty na potencjale podmiotów zewnętrznych, dysponujących sprawdzonym *know-how*, skutecznym marketingiem, zasobami ludzkimi, znakiem firmowym, doświadczeniem rynkowym, itp.

Franchising jest formą zewnętrznego rozwoju korzystną zarówno dla franchisodawcy jak i franchisobiorcy. Każdy z uczestników tego systemu oferuje bowiem swemu parterowi to, co jest zasobem w danej chwili najbardziej pożądanym. Ten zorganizowany system kooperacyjnych powiązań pomiędzy samodzielnymi w sensie prawnym przedsiębiorstwami okazuje się szczególnie efektywny w sektorach dojrzających, w których obecność silnych rywali rynkowych, dysponujących często znanymi markami, sprawdzonymi produktami/usługami i doświadczeniem w produkcji i dystrybucji zmusza do kształtowania potencjału konkurencyjnego na korzyściach skali np. w marketingu, zaopatrzeniu, sprzedaży, itp. Franchisobiorca zyskuje dostęp do koncepcji zakupów, sprzedaży i organizacji, wykorzystania prawa własności przemysłowej i intelektualnej, czym umożliwia sobie często przejście przez bardzo wysokie bariery dostępu do nowego rynku. Franchisodawca bez konieczności angażowania własnych zasobów finansowych i kadrowych zyskuje przedsiębiorczość franchisobiorców, ich zaangażowanie finansowe, doświadczenie, kompetencje, znajomość lokalnego rynku, atrakcyjną lokalizację, itp. W ostatecznym rozrachunku franchisodawca zarabia więcej, niż gdyby prowadził wszystkie jednostki jako własne, kierowane przez kierowników-pracowników najemnych, minimalizując jednocześnie ryzyko rozwoju sieci.

6.2. Uwarunkowania prawne rozwoju franchisingu w Polsce

Podstawą współpracy w ramach systemów franchisingowych jest umowa, która podobnie jak w przypadku franchisingu, nie ma powszechnie przyjętej definicji.

Przez **umowę franchisingową** rozumieć należy umowę, w której jedna strona, czyli organizator sieci franchisingowej, udziela zezwolenia na korzystanie z zespołu dóbr w celu prowadzenia działalności gospodarczej, a także zobowiązuje się do udzielania wszelkiej pomocy koniecznej do prawidłowego korzystania z udzielonego zezwolenia; natomiast druga strona – franchisobiorca zobowiązuje się do prowadzenia we własnym imieniu i na własny rachunek określonej działalności gospodarczej¹⁹⁰.

Zgodnie z opracowaniem OECD umowa franchisingu zawiera co najmniej trzy następujące elementy¹⁹¹:

- franchisodawca jest właścicielem znaku towarowego oraz innych znaków i symboli;
- franchisodawca udziela licencji niezależnym przedsiębiorcom (franchisobiorcom) na używanie tych znaków w prowadzeniu dystrybucji dóbr lub świadczeniu usług w zamian za określone wynagrodzenie;

¹⁹⁰ B. Fuchs, *Franchising – wzory umów z komentarzem*, InFo Trade, Gdańsk 1997, s. 15.

¹⁹¹ A. Tokaj-Krzewska, *Franchising. Strategia rozwoju małych...*, op. cit, s. 14.

- umowa reguluje stosunki między franchisodawcą i franchisobiorcą na czas określony i ustala ich zobowiązania.

Wśród zobowiązań specyfikujących umowę franchisingu wymienia się¹⁹²:

- zobowiązanie do używania wspólnej nazwy i szyldów sklepowych oraz zapewnienie jednolitego wyglądu lokali lub środków transportu objętych umową;
- zobowiązanie przekazania przez franchisodawcę franchisobiorcy *know-how*;
- zobowiązanie udzielenia franchisobiorcy przez franchisodawcę stałej pomocy handlowej i technicznej przez cały okres trwania umowy.

Interesującej definicji, określonej w kontekście europejskiego prawa konkurencji, dostarcza Rozporządzenie Komisji Europejskiej dotyczące bilateralnych umów franchisingowych (zawieranych pomiędzy dwoma przedsiębiorstwami), a w stosunku do nich określające, jakie umowy mogą korzystać z tzw. *wyłączenia grupowego*. Umowy franchisingowe muszą zatem obejmować zobowiązanie do¹⁹³:

- używania wspólnej nazwy, szyldu sklepowego oraz prowadzenia działalności w lokalach o zunifikowanym wystroju, a także zapewnienia jednolitego wyglądu środków transportu (objętych umową),
- przekazania przez franchisodawcę franchisobiorcy *know-how*,
- dostarczania w sposób ciągły przez franchisodawcę franchisobiorcy pomocy doradczej i handlowej w całym okresie trwania umowy.

Wymienione powyżej zobowiązania muszą w umowach występować łącznie, natomiast przekazywane *know-how* powinno mieć charakter poufny, istotny oraz być identyfikowalne do stopnia umożliwiającego łatwe stwierdzenie jego rzeczywistej poufności i istotności. Natomiast sam franchising został określony jako zestaw praw własności przemysłowej i intelektualnej, związany ze znakami towarowymi, nazwami handlowymi, szyldami sklepowymi, projektami oraz wzorami zdobniczymi i użytkowymi, prawami autorskimi, *know-how* lub patentami wykorzystywanymi w celu odsprzedaży dóbr lub świadczenia usług.

Umowę franchisingową w Polsce zalicza się *do umów nienazwanych*, to znaczy takich, które nie są uregulowane przepisami prawa cywilnego. Strony w sposób dość swobodny mogą kształtować jej treść. Brak regulacji nie oznacza jednak zupełnej dowolności w formułowaniu jej postanowień. Zgodnie z obowiązującą w polskim prawie zasadą swobody umów strony mogą zawrzeć umowę według swego uznania, o ile treść lub cel nie sprzeciwiają się właściwości stosunku, ustawie ani zasadom współżycia społecznego. W ten sposób opisana zasada swobody umów wyznacza granice w kształtowaniu treści umów franchisingowych¹⁹⁴.

¹⁹² Art. 85 Rozporządzenia Komisji UE z 30.11.1988 L, nr 4087/88 w sprawie zastosowania ust. 3 Traktatu o Utworzeniu UE do umów franchisingu.

¹⁹³ Rozporządzenie Komisji Europejskiej nr 4087/88 z 30 listopada 1988 r. OJ 1988, L 359.

Przez umowę franchisingu przedsiębiorca stosujący franchising (dawca franchisingu) zobowiązuje się upoważnić podmiot korzystający z franchisingu (biorca franchisingu) do korzystania na czas określony lub nieokreślony z oznaczenia własnego przedsiębiorstwa firmą dawcy franchisingu, jego emblematu, symboli, patentów, wynalazków, znaków towarowych, wzorów użytkowych i zdobniczych, *know-how*, pewnej koncepcji prowadzenia działalności gospodarczej z zachowaniem stosownego rodzaju wyposażenia wnętrza, urządzeń biurowych i tym podobnych. Biorca franchisingu zaś zobowiązuje się do prowadzenia określonej działalności gospodarczej połączonej z korzystaniem z praw udostępnianych przez dawcę franchisingu, korzystania z jego doświadczeń i tajemnic zawodowych, stosowania się do jego wskazań. Dodatkowo biorca zobowiązany jest do zapłaty uzgodnionej opłaty. Umowa franchisingu jest umową wypracowaną przez praktykę obrotu gospodarczego¹⁹⁵.

Umowy franchisingowe bardzo często porównywane są do umów licencyjnych, zwłaszcza że w doktrynie zarówno polskiej, jak i zagranicznej istnieje tendencja do szerokiego rozumienia terminu „licencja”. W procesie poszukiwania reżimu prawnego dla umowy franchisingowej konieczne jest jej porównanie z licencją patentową, *know-how* oraz licencją znaku towarowego. Można również napotkać na twierdzenia, iż umowa franchisingowa to kompleksowa licencja, a jej przedmiotem są dobra niematerialne przedsiębiorstwa, które stanowią nieucieleśniony kompleks, on zaś nie korzysta z ochrony poprzez udzielenie prawa wyłącznego, jednakże musi być traktowany jako gospodarcza całość, która zasługuje na ochronę prawną¹⁹⁶.

Ze względu na różnorodność branż rozwijających się poprzez franchising oraz specyfikę działalności każdego z franchisodawców nie jest możliwe opracowanie uniwersalnej umowy franchisingowej dającej się zastosować do wszelkich porozumień noszących znamiona franchisingu. Jednakże można określić zagadnienia, które powinny się znaleźć w każdej umowie tego typu. Stanowią one szkielet, wokół którego można zbudować treść umowy.

Minimum warunków umowy określa Kodeks Etyczny Franchisingu, wskazując zagadnienia, których nie powinno zabraknąć w profesjonalnie opracowanym kontrakcie, tj.¹⁹⁷:

- zasady przystąpienia do kontraktu,
- okres obowiązywania umowy,
- teren działania franchisobiorcy,
- prawa i obowiązki stron,

¹⁹⁴ Portal franchisingowy, <http://www.franchising.info.pl> 28.02.2005 r.

¹⁹⁵ Zob. A.M. Konińska, *Wzory typowych umów w obrocie gospodarczym*, SeZaM s.c., Warszawa 1999, s. 154.

¹⁹⁶ B. Fuchs, *Franchising – wzory umów...*, op. cit., s. 16.

¹⁹⁷ *Pomysł na własny biznes – umowa franchisingowa*, Portal franchisingowy, www.franchising.info.pl

- ochrona znaków towarowych i oznaczeń sieci,
- ochrona tajemnicy przedsiębiorstwa,
- działalność konkurencyjna,
- szkolenia,
- opłaty licencyjne i opłata marketingowa,
- promocja i reklama,
- uprawnienia kontrolne franchisodawcy,
- rozwiązanie umowy.

Ponadto, umowy franchisingowe mogą zawierać:

- dodatkowe postanowienia, dotyczące np. kar umownych, zabezpieczeń wiaryźliwości franchisodawcy, czy ustalające zobowiązanie stron po zakończeniu współpracy;
- postanowienia końcowe mówiące najczęściej o aktach prawnych mających zastosowanie w sprawach nieregulowanych umową i formie dokonywania jej zmian.

Najczęściej umowę franchisingową rozpoczyna **preambuła**, w której określa się stan faktyczny, intencję jej stron oraz idee i wartości, w oparciu o które będzie prowadzona współpraca między stronami. Następnie w celu systematyzacji i lepszego zrozumienia treści umowy powinno się zamieścić definicję podstawowych pojęć, które są w niej stosowane.

Ponadto, w umowach franchisingowych często można spotkać dołączoną do nich **klauszule konkurencyjną**. Biorca zobowiązuje się, że nie będzie prowadził żadnego innego przedsięwzięcia o podobnym charakterze samodzielnie czy też za pośrednictwem osoby trzeciej, a także całkowicie rezygnuje z pośrednich i bezpośrednich udziałów w takich przedsięwzięciach¹⁹⁸.

Szczególnie ważnym dla franchisobiorcy elementem umowy jest zapis, który zapewnia mu **terytorialną wyłączność**. Jest to wyłączne prawo do działania na określonym terenie. Biorca nie może ustrzec się przed „obcą” konkurencją, jednakże inwestując swoje pieniądze może domagać się w umowie, by nie podbierały mu klientów firmy będące w tej samej sieci.

Newralgicznym punktem umowy franchisingowej są **kwestie finansowe**. Osoba przystępująca do sieci musi dokładnie wiedzieć, za co i ile zapłaci dawcy licencji. Im precyzyjniej będą określone wymogi umowy, tym mniej rozczarowań doświadczy biorca w przyszłości¹⁹⁹. Wśród kosztów franchisingu wymienia się trzy zasadnicze pozycje, tj.:

¹⁹⁸ P.J. Szczepankowski, *Finansowanie działalności gospodarczej...*, op. cit., s. 115.

¹⁹⁹ 180 pomysłów na biznes..., op. cit., s. 57-58.

- **opłaty wstępne (licencyjne)**, które w zależności od sieci są bardzo zróżnicowane i mogą wynosić od zera (niektórzy dawcy początkowo rezygnują z niej, wliczając ją później w cenę dostarczanych przez siebie towarów), aż do równowartości kilkudziesięciu tysięcy dolarów (np. w McDonald's jest to wartość ok. 45 tys. USD+VAT oraz koszty zakupu i wyposażenia lokalu – 1,3 mln PLN + VAT);
- **opłaty bieżące**, które wynoszą na ogół od 2 do 5% obrotu biorcy lub wyrażone są w formie stałej kwoty (np. w McDonald's jest to 5% miesięczny ryczałt od obrotu, a w sieci szkół językowych Edulife jest to opłata roczna wynosząca 20 tys. zł);
- **wpłaty na wspólny fundusz marketingowy**, które są uiszczane dopiero po otworzeniu punktu franchisowego i podobnie jak opłaty bieżące wyrażone są jako procent od obrotu (np. w McDonald's jest to 4,5% od obrotu).

Czas trwania kontraktu franchisingowego nie jest ograniczony przepisami prawnymi i zależy jedynie od strategii realizowanej przez twórcę danego systemu. Uznaje się jednak, iż korzystniejsze są kontrakty wieloletnie, dające większą pewność funkcjonowania w systemie, umożliwiają też wypracowanie właściwych relacji między dawcą a biorcą. Najdłuższe kontrakty zawierane są w ramach sieci McDonald's. Zazwyczaj przeciętna umowa franchisingu McDonald's podpisywana jest na okres 20 lat z możliwością przedłużenia na kolejne 20 lat. Konkurencyjny system Pepsico zawiera ze swoimi kontrahentami przeciętnie 5-7-letnie umowy. Większość kontraktów franchisingowych zawiera opcję ich przedłużenia, na kolejne, zazwyczaj nieco krótsze okresy²⁰⁰.

Z racji skromnego, jak do tej pory, prawnego uregulowania umowy franchisingowej w polskim prawie, na straży interesów franchisobiorców stoją zapisy ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów oraz towarzyszące jej rozporządzenia. Identyfikują one m.in. listę klauzul umownych, które są dozwolone oraz takich, których umieszczanie jest niedozwolone.

Istotnym jest również fakt, iż sporne sprawy nieregulowane umową rozstrzygają kodeksy handlowy i cywilny oraz ustawa o ochronie konkurencji, co stawia dawcę, jako z reguły silniejszego partnera, w lepszej sytuacji. W wypadku sieci międzynarodowych może się zdarzyć, że umowy zawierają zapisy o stosowaniu do nich prawa obcego lub poddaniu sporów zagranicznemu sądowi lub arbitrażowi. Takie sytuacje mogą stworzyć biorcom ogromne trudności w dochodzeniu roszczeń przeciwko firmom udzielającym licencji.

²⁰⁰ A. Tokaj-Krzewska, *Franchising. Strategia rozwoju...*, op. cit., s. 82-83.

6.3. Mocne i słabe strony franchisingu w procesie rozwoju przedsiębiorstwa

Popularyzacja franchisingu wydaje się szczególnie godna uwagi, gdyż niesie ona ze sobą zarówno technologię, wiedzę, renomę, a więc wszystko to, co z jednej strony, jest podstawą trwałej przewagi konkurencyjnej, a co z drugiej strony, jest trudne do pozyskania w krótkim okresie. Sukces rynkowy determinowany jest zarówno jakością przedkładanej na rynku oferty, jak i szybkości wejścia, która zależy z kolei od zasobów marketingowych, dystrybucyjnych, technologicznych, organizacyjnych, itp. Franchising to dość prosta koncepcja transferu na lokalny rynek gotowych przepisów na sukces gospodarczy oraz sprawdzona metoda rozwoju dla firm-dawców licencji. Według danych amerykańskich tylko 4 ze 100 firm uczestniczących we franchisingu bankrutuje, podczas gdy w ciągu pierwszego roku działalności upada aż 50% nowo powstałych firm²⁰¹.

Przedstawione powyżej definicje franchisingu, pozwalają spojrzeć na niego jak na instrument rozwoju strategicznego przedsiębiorstw związanych umową franchisingową. Doświadczenia franchisodawcy w tworzeniu sieci i odniesione sukcesy stanowią swoiste miary powodzenia, na które musi zwrócić uwagę potencjalny i zainteresowany współpracą biorca. Oczywiście, im wyższa jakość pakietu franchisingowego, tym większy koszt przystąpienia do sieci. Innymi słowy, z im silniejszym rynkowo dawcą ma do czynienia biorca, tym mniejsze szanse istnieją na negocjowanie istotnych warunków umowy²⁰². Z drugiej jednak strony, silny dawca oznacza najczęściej bardzo dobry i sprawdzony rynkowo pakiet franchisingowy. Przystąpienie do sieci równa się wtedy bardzo wysokiemu prawdopodobieństwu odniesienia sukcesu. Z kolei celem każdego dawcy jest dobór biorców, którzy gwarantują prawidłowe wykorzystywanie przekazywanego im pakietu franchisingowego. Podstawowego znaczenia nabiera zazwyczaj dotychczasowa reputacja sieci i potrzeba jej ochrony. Często wiązać się to będzie ze wzmoczoną kontrolą ze strony dawcy oraz próbami narzucenia bardzo konkretnych, często rygorystycznych warunków istnienia w sieci.

Franchising może zostać uznany jako jedna z form kierowania przedsiębiorstwem. Stosowanie go w tym znaczeniu związane jest z uwypukleniem znacznej liczby jego zalet, a mianowicie²⁰³:

- możliwości poprawy zarządzania zespołami ludzkimi,
- organizowania nowoczesnego systemu zbytu i marketingu,
- bezkapitałowego rozwoju przedsiębiorstwa,

²⁰¹ K. Bagan-Kurluta, *Umowa franchisingu*, C.H. Beck, Warszawa 2001, s. 22.

²⁰² Zdarza się, iż biorca nie akceptuje warunków dyktowanych przez franchisodawcę i nie dochodzi do sfinalizowania umowy.

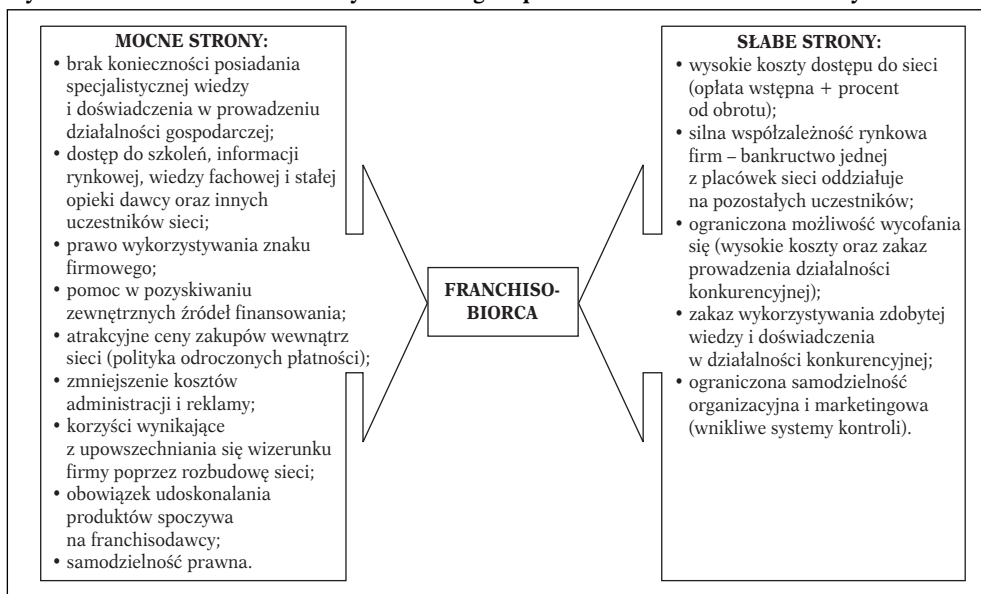
²⁰³ K. Bogan-Kurluta, *Umowa franchisingu...*, op. cit., s. 20.

- uruchomienia silnych bodźców motywacyjnych pracowników oraz kierownictwa,
- ekspansji firmy na rynku oraz wykorzystania efektu skali działania,
- efektywnego zarządzania majątkiem przedsiębiorstwa,
- unikania kolizji z prawem antymonopolowym,
- transferem *know-how*.

Franchising oceniać można przez pryzmat mocnych i słabych stron, które identyfikuje się zarówno w płaszczyźnie funkcjonowania dawców, jak i biorców licencji.

Najistotniejsze mocne i słabe strony franchisingu oddziałujące na franchisoborców zaprezentowano na rysunku 6.2.

Rysunek 6.2. Mocne i słabe strony franchisingu z punktu widzenia franchisobiorcy



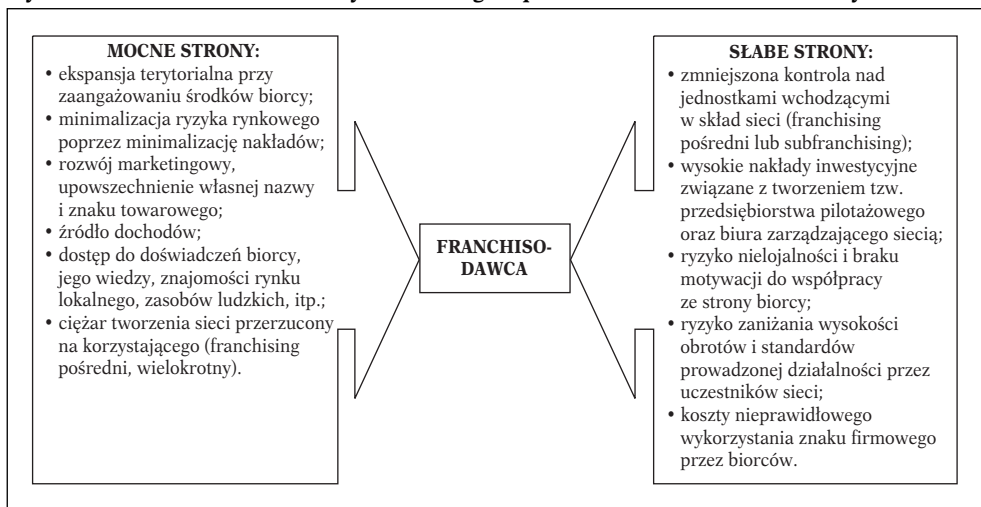
Źródło: Opracowanie własne.

Korzyści i koszty generowane przez rozwój sieci franchisingowej dla jej twórców zaprezentowano na rysunku 6.3.

Udostępniający sieć zyskuje możliwość rozbudowania firmy pod względem marketingowym oraz może rozszerzyć oddziaływanie własnej nazwy i znaku towarowego. Pomyślny rozwój sieci wpływa na poprawę wizerunku firmy udostępniającego na rynku. Dbłość o markę i renomę firmy charakteryzuje nie tylko pojedynczego korzystającego z sieci, ale wszystkich uczestniczących w jej budowie. Według K. Przybyłowskiego wewnątrz sieci powstaje bardzo silny mechanizm motywujący²⁰⁴.

²⁰⁴ K. Przybyłowski, *Franchising – szansa dla drobnej przedsiębiorczości*, Handel Wewnętrzny, 2/1994, s. 6.

Rysunek 6.3. Mocne i słabe strony franchisingu z punktu widzenia franchisodawcy



Źródło: Opracowanie własne.

K. Bagan-Kurluta zauważa, że poprawa wizerunku firmy, jej renomy oraz zwiększenie jej popularności na rynku ma zasadniczy wpływ nie tylko na sytuację finansową udostępniającego sieć, ale również korzystającego z niej. Korzystający z sieci, mimo że w pewnym stopniu ograniczony w swej działalności, pozostaje samodzielnym przedsiębiorcą i prowadzi przedsiębiorstwo na własny rachunek²⁰⁵.

Przedstawione powyżej zalety, nie są gwarancją uniknięcia problemów w toku działalności obu firm. Charakterystyczne dla umowy franchisingu jest, że im ściślejsze są powiązania stron, tym większy jest wpływ niekorzystnej sytuacji w jednym przedsiębiorstwie na drugie przedsiębiorstwo. Na przykład duży wpływ na wizerunek firmy ma bankructwo jednej z placówek sieci.

Obie strony umowy, w zamian za osiągnięte korzyści, rezygnują z pewnych własnych kompetencji. Udostępniający sieć wyraża zgodę na zmniejszenie kontroli nad jednostkami wchodzącymi w skład sieci, szczególnie we franchisingu pośrednim. Bardzo często spotykanym rozwiązaniem, które ma zapobiec całkowitej utracie kontroli, jest tworzenie filii lub oddziałów firmy udostępniającego, odpowiedzialnych za kontakty z korzystającym z sieci. Jest to rozwiązanie powszechnie stosowane we *franchisingu międzynarodowym*. Korzystający z sieci godzą się na ograniczenie swobody działania, pomimo iż w pewnych sytuacjach działania udostępniającego mogą mieć negatywny wpływ na działalność korzystającego z sieci.

Według G. Chmielarskiego, specyfiką sieci franchisingowej jest połączenie korzyści skali wynikającej z dużej liczby jednostek²⁰⁶ z korzyściami systemowymi wy-

²⁰⁵ K. Bagan-Kurluta, *Umowa franchisingu...*, op. cit., s. 22.

nikającymi z włączenia do sieci niezależnych przedsiębiorców, co umożliwia uproszczenie struktury zarządzania, przyspiesza i upraszcza proces podejmowania decyzji i zapewnia lepszą kontrolę kosztów. Inaczej mówiąc z punktu widzenia franchisobiorcy zaletą jest²⁰⁷:

- **sieć** – franchising ma praktyczne zastosowanie w tych branżach, w których zwiększenie sprzedaży możliwe jest wyłącznie poprzez rozbudowę sieci jednostek (punktów sprzedaży). Towar lub usługa mają taki charakter, że muszą „iść za konsumentem”. W celu zdobycia rynku trzeba stworzyć swoją sieć – mieć coraz większą liczbę jednostek rozproszonych na dużym obszarze. To wiąże się z oczywistą trudnością: zarządzaniem rozproszoną siecią jednostek;
- **standard** – trudność z zarządzaniem rozproszoną siecią może być rozwiązana w wyniku zastosowania franchisingu. W celu wykorzystania szansy na sukces należy posiadać szczegółowo opracowaną koncepcję, którą zamierza się powielić w dużej liczbie przypadków. W praktyce oznacza to opracowanie tzw. *podręcznika operacyjnego*. Podręcznik ten, jest to uporządkowany zbiór: przepisów, instrukcji, sposobów postępowania, standardów ilościowych i jakościowych, itp. Jest to dokumentacja zasad, o których mowa w definicji franchisingu. Uzupełnieniem podręcznika operacyjnego mogą być materiały szkoleniowe, takie jak np.: instrukcje pracy, instrukcje obsługi kasety video o charakterze instruktażowym. Drogą prowadzącą do powstania podręcznika operacyjnego jest własne doświadczenie – suma podjętych prób i popełnionych błędów;
- **przedsiębiorczość franchisobiorcy** – sieć i standard muszą pozostawiać pole dla przedsiębiorczości rozumianej jako swoboda decyzyjna franchisobiorcy w określonych przez franchisodawcę ramach. Franchising ma sens tylko wtedy, gdy franchisobiorca uzyskuje pewien obszar swobody podejmowania własnych decyzji – pole dla własnej przedsiębiorczości. Franchisodawca musi pogodzić się z przyznaniem franchisobiorcy takiego obszaru swobody.

W tym ujęciu zadaniem franchisodawcy będzie znalezienie punktu równowagi pomiędzy zakresem swobody decyzyjnej franchisobiorcy, a jednorodnością całej sieci z punktu widzenia konsumenta. Franchising zatem jest to sieć plus standard plus przedsiębiorczość.

6.4. Stan i kierunki rozwoju franchisingu w Polsce

Postępujący proces otwartości gospodarki krajowej na konkurencję zagraniczną, której kulminacyjnym punktem stała się akcesja do Unii Europejskiej wywiera niezwy-

²⁰⁶ Występuje ona niezależnie od tego, ile z tych jednostek jest prowadzonych przez franchisobiorców.

²⁰⁷ G. Chmielarski, *Franchiza jako sposób rozwoju przedsiębiorstwa...*, op. cit., s. 226-227.

kle istotny wpływ na funkcjonowanie polskich przedsiębiorstw, szczególnie tych małych i średnich. Ze względu na fakt, iż to mniejsze firmy stanowią ponad 99% wszystkich zarejestrowanych w kraju podmiotów gospodarczych, od ich kondycji zależy poprawne funkcjonowanie całego rynku. Właściwie od początku procesu transformacji polskiej gospodarki krajowe władze podejmują wysiłki, w zakresie wspierania rozwoju podmiotów gospodarczych i poprawy ich konkurencyjności na jednolitym rynku europejskim. Mimo to potencjał ekonomiczno-finansowy, a także kadrowy polskich firm, mimo że niezwykle zróżnicowany, to wciąż jest jeszcze zbyt mały w stosunku do potrzeb rozwojowych i wymagań konkurencyjnego rynku europejskiego.

Grupę małych przedsiębiorstw w większości tworzą podmioty słabe ekonomicznie, o nieustabilizowanej pozycji rynkowej, szczególnie wrażliwe na pojawiającą się konkurencję, najczęściej dysponujące technologiami niższych klas oraz, co więcej, posiadające ograniczone możliwości dostępu do kapitałów inwestycyjnych na dalszy rozwój, a w konsekwencji z bardzo ograniczonymi możliwościami ekspansji rynkowej. W większości są to podmioty działające na rynkach lokalnych.

W tym miejscu można by odwołać się do przeprowadzonych badań dotyczących warunków prowadzenia działalności gospodarczej przez małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce, które wskazują występowanie swoistej luki w strukturze wielkości polskich i unijnych przedsiębiorstw. Autorzy tych badań stwierdzają, że przeciętnie przedsiębiorstwa należące do sektora MSP w Polsce są mniejsze, a co za tym idzie, słabsze od ich zachodnioeuropejskich odpowiedników i na tej podstawie formułują jedną z szeregu rekomendacji, że zadaniem polityki gospodarczej powinno być wspieranie najmniejszych firm w ich dążeniach rozwojowych²⁰⁸.

Uwzględniając powyższe, dość pewnym wydaje się przypuszczenie, że konfrontacja z konkurencją zewnętrzną może okazać się dla wielu podmiotów weryfikatorem zdolności do dalszego sprawnego funkcjonowania na rynku. Zatem pojawia się pytanie, w jaki sposób działający w Polsce sektor małych firm powinien wzmacniać się wewnętrznie. W istocie jest to pytanie o możliwe działania i środki, których wykorzystanie powinno prowadzić do rozwoju rozumianego jako ciągłe wzmacnianie własnej pozycji rynkowej oraz stwarzanie solidnych podstaw do ekspansji rynkowej. Przy czym, chodzi tu zarówno o działania podejmowane w skali mikro (przez same przedsiębiorstwa), jak i w skali makro (oddziaływanie władzy publicznej mające na celu stwarzanie odpowiednich warunków prawno-ekonomicznych dla rozwoju przedsiębiorczości, w tym umacniania sektora małych i średnich przedsiębiorstw).

²⁰⁸ B. Piasecki, A. Rogut, E. Stawasz, S. Johnson, D. Smallbone, *Warunki prowadzenia działalności gospodarczej przez małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce i w krajach Unii Europejskiej*, Polska Fundacja Promocji i Rozwoju Małych i Średnich Przedsiębiorstw, Warszawa 1998, s. 13-17.

Najogólniej rzecz biorąc, można tu mówić o dwóch wzajemnie przeplatających się dziedzinach, obejmujących różnorodne środki umożliwiające wzmocnienie i rozwój przedsiębiorstwa.

Pierwsza z nich koncentruje się wokół osi rozmaitych instrumentów i działań ułatwiających dostęp do finansowania zewnętrznego (między innymi: system kredytowania działalności gospodarczej, poręczenia kredytowe, pożyczki instytucji pozabankowych, *venture capital*, leasing, faktoring), których dostępność oraz prawidłowe wykorzystanie przez przedsiębiorstwo może prowadzić do wzmocnienia pozycji ekonomicznej poprzez dostęp do dodatkowego, niezbędnego zasobu kapitałowego, a w konsekwencji dać materialne podstawy szerszej ekspansji rynkowej.

Druga dziedzina dotyczy różnorodnych działań mających na celu tworzenie rozmaitych sieci powiązań, w ramach których silna i zweryfikowana przez rynek pozycja niektórych firm może stać się strategiczną bazą rozwojową dla innych przedsiębiorstw z nimi współpracujących. Choć druga z wymienionych dziedzin nie kładzie nacisku na zaspokojenie potrzeb kapitałowych, jako zasadniczego warunku wszelkiego rozwoju, nie sposób jest jednak przyjąć, że posiada on charakter wyłącznie „pozainwestycyjny”. Obszar ten zawiera w sobie różnorodne formuły współpracy, w tym te, tradycyjnie określane terminem franchising, jako sprawdzone już na świecie metody wchodzenia na rynek, ugruntowywania pozycji rynkowej i ekspansji. Dla większości przedsiębiorców jest już w tej chwili jasne, że najważniejszym problemem nie jest wyprodukowanie określonego dobra, ale jego efektywne dostarczenie na rynek i sprzedaż. Systemy dystrybucyjne nabierają dzisiaj pierwszorzędного znaczenia.

W warunkach polskich pojęcie franchisingu jest wciąż mało znane, choć instrument ten stopniowo znajduje praktyczne zastosowanie w polskiej płaszczyźnie gospodarczej. W Polsce działają już niektóre światowe sieci franchisingowe, pojawiają się także sieci rodzime. Doświadczenia obecnych już na polskim rynku franchisodawców i franchisobiorców dostarczają informacji rynkowej, niezbędnej do rozwoju tej koncepcji i wzrostu zaufania polskich przedsiębiorców do tej alternatywnej formy finansowania rozwoju działalności gospodarczej.

Stojąc przed takimi alternatywnymi rozwiązaniami, jak: kredyt bankowy, podział własności z funduszem *venture capital*, wejście na giełdę, czy też franchising, wiele polskich firm dochodzi do wniosku, iż ta ostatnia forma jest doskonałym pomysłem na rozwój sieci, poprzez angażowanie pieniędzy biorców.

Z danych publikowanych przez firmę Profit System na temat rynku franchisingu w Polsce wynika jednoznacznie, że system rozwoju sieciowego cieszy się w naszym kraju coraz większym zainteresowaniem zarówno ze strony właścicieli licencji, jak i potencjalnych nabywców. Obecnie na naszym rynku działa 230 systemów

franchisingowych, na koniec 2004 roku było ich 210, wobec 171 w 2003 roku i ich ilość systematycznie rośnie. Przed 2002 rokiem rynek rósł o kilkanaście sieci rocznie, w 2002 roku przybyło ich 26, w 2003 roku 27, a w 2004 roku 39. Sieci franchisingowe działają w wielu branżach handlu i usług, a także w produkcji, choć aktywność w tej ostatniej sferze gospodarki jest bardzo ograniczona. Choć obecnie polski franchising charakteryzuje się przewagą handlu nad usługami, to liczba systemów w obu tych sektorach będzie powoli się wyrównywać²⁰⁹. Strukturę franchisingu w Polsce według stanu na koniec 2003 roku prezentuje tabela 6.2.

Tabela 6.2. Struktura franchisingu w Polsce na koniec 2003 roku

Branże	Liczba systemów	Liczba uczestników
art. spożywcze	20	3767
odzież i obuwie	34	1414
artykuły dla domu	13	119
AGD/RTV i telekomunikacja	8	828
kosmetyki i biżuteria	6	443
stacje benzynowe	5	1030
handel inny	2	196
gastronomia	25	1147
fryzjerstwo i kosmetyka	11	664
edukacja	7	242
turystyka	9	108
usługi dla biznesu	6	130
usługi dla klientów indywidualnych	15	1204
produkcja	3	414

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: D. Bandurka, M. Jaślan, R. Omachel, D. Styczek, *Wchodzisz? Bo ja nie!* BusinessWeek, 16-29 września 2004.

Największą na świecie dynamiką rozwoju franchisingu charakteryzuje się sektor usług, który także w Polsce z roku na rok przyciąga coraz większą ilość systemów. Koncepcja rozwoju przedsiębiorstwa w oparciu o systemy sieciowe staje się coraz bardziej popularna w gastronomii, usługach kosmetycznych czy finansowych.

Sieć z profesjonalnymi usługami pielęgnacyjno-kosmetycznymi rozwinął w ciągu ostatnich kilku lat m.in. Instytut Kosmetyczny Dr Ireny Eris. Stworzenie sieci franchisingowej oparte zostało na doświadczeniach zebranych podczas 2-letniego funkcjonowania własnego instytutu, co pozwoliło stworzyć własny program pilotażowy, a na jego podstawie tzw. podręcznik operacyjny, precyzyjnie definiujący zasady prowadzenia biznesu i reguły współpracy między stronami umowy²¹⁰.

Franchisodawca, dążąc do utworzenia sprawnie działającej sieci, musi mieć możliwość podejmowania kroków takich, które zapewnią mu możliwości do stwo-

²⁰⁹ Portal franchisingowy, <http://www.profitsystem.pl>, 05.12.2005 r.

²¹⁰ Zob. A. Skiba, *Franczyza. Sposób na biznes w sieci*, Gazeta Prawna, 16 czerwca 2005.

rzenia i zachowania jej jednolitości oraz dobrego imienia, usprawniania jej działania, kontrolowania prawidłowego stosowania przez franchisobiorców udostępnionych przez siebie metod. Należy przez to rozumieć, że franchisodawca powinien mieć możliwość całkowitej kontroli nad franchisobiorcą. Obowiązkiem biorców licencji jest zatem dostarczanie informacji księgowych, handlowych i finansowych związanych z ich przedsiębiorstwem, co pozwala franchisodawcy poznać efekty wdrażania jego systemu i dążyć do ulepszenia formuły działalności, wprowadzanej następnie w zmodyfikowanych wersjach we wszystkich placówkach sieci. Kontrola franchisodawcy nad franchisobiorcami stanowi narzędzie integracji dystrybucji²¹¹.

W oparciu o tę koncepcję rozwijają się także: handel odzieżą (np. salony odzieżowe Reserved), obuwiem (np. sieć salonów Gino Rossi), artykułami spożywczymi (np. Groszek), edukacja (np. EF English First, Helen Doron i JDJ), usługi fryzjerskie (np. sieć ekskluzywnych salonów Jacques Dessange), usługi telekomunikacyjne (np. punkty sprzedaży i aktywacji usług telefonicznych Era) czy usługi pralnicze (m.in. Panda, Perfect Clean i 5aSec). W branży usług fotograficznych na franchising postawiły firmy, takie jak: Agfa, Kodak, Fotostop. Przybywa także sieci usługowych w branżach, które do tej pory zarezerwowane były dla tradycyjnego modelu biznesowego, jak bankowość (np. Bank BPH), usługi finansowe (Polska Agencja Finansowa) czy consultingowe (np. DGE Bruxells, oferująca doradztwo w zakresie funduszy unijnych)²¹².

Największa dynamika wzrostu liczby sieci i placówek franchisowych widoczna jest w biznesie gastronomicznym, w którym obecnie funkcjonuje 35% wszystkich sieci zlokalizowanych w Polsce. W ciągu 2004 roku przybyło ich siedem. Oznacza to 29,2% wzrost w porównaniu z listopadem 2003 r. Wraz z rosnącą liczbą systemów franchisingowych wzrasta liczba franchisobiorców (31% wszystkich franchisobiorców w Polsce działa w tym sektorze). Ich liczba zwiększyła się w porównaniu z 2003 rokiem o 27, czyli o 2,3% i wynosi obecnie blisko ponad 1,2 tys. osób. Szacuje się, że średnia inwestycja biorców w 2004 roku wzrosła do 325 tys. zł, z 291 tys. zł w 2003 roku. W sumie inwestycje biorców w handel i usługi wyniosły ok. 4,5 mld zł²¹³. Na zasadzie franchisingu rozpoczęły działalność sieci: Bonsai, Cafe Minute, Pizza Dominum, Lesne Runo, Podniebne Barki, Metropizza oraz Coffee.

Podobnie jak w handlu, tak i w gastronomii dominują polskie systemy – jest ich 19, pozostałe to systemy zachodnie, które rozszerzyły działalność na nasz kraj. Tylko cztery z nich mają masterfranchisobiorców: Yogen Frusz, Coffee Time, Fornetti, John Bull. Pozostali franchisobiorcy działają na zasadzie bezpośredniego pozyski-

²¹¹ Zob. E. Wojtaszek-Mik, *Umowa franchisingu w świetle prawa konkurencji Wspólnoty Europejskiej i Polskiego Prawa Antymonopolowego*, Wydawnictwo Dom Organizatora, Toruń 2001, s. 237.

²¹² Zob. Portal franchisingowy, <http://www.profitsystem.pl> 05.12.2005 r.

²¹³ Zob. *Wiadomości Handlowe*, grudzień 2004.

wania koncesji od licencjodawców poza krajem. Zjawisko to jest potwierdzeniem tezy, że rynek franchisingowy w kraju zaczyna się polonizować²¹⁴.

Systemy franchisingowe podbijają także rynek dystrybutorów paliw płynnych, ponieważ to najlepszy sposób na szybkie zdobycie udziałów rynkowych, powiększenie sieci i pokonanie konkurencji. Wśród franchisodawców są już właściwie wszystkie najważniejsze w naszym kraju koncerny paliwowe – BP, Statoil, Slovnaft, Lotos, Orlen i Shell. Obecnie działa ponad 330 stacji tego typu, a do końca 2005 roku ich liczba miała zostać podwojona. Jeżeli chodzi o Shella to koncern ten dopiero rozpoczął tworzenie sieci franchisingowej w Polsce, natomiast w przypadku Slovnaftu prawdopodobne jest, że słowacka sieć wycofa się z naszego rynku ze względu na dużą konkurencję. Slovnaft ma ok. 30 stacji, a żeby biznes był opłacalny, w sieci powinno działać minimum 100 stacji. Właśnie franchisa jest świetnym sposobem na zdobycie kolejnych stacji w barwach sieci²¹⁵. O wiele szybciej i taniej jest pozyskać franchisobiorcę ze stacją, która spełniać będzie wszystkie wymogi jakościowe i lokalizacyjne, niż budować taki obiekt samemu lub kupować istniejący i modernizować go. Ta formuła współpracy rozwija się w Polsce bardzo szybko. Oznacza to więc, że jest ona korzystna nie tylko dla franchisodawców, ale również dla samych stacji, zwłaszcza tych niezależnych.

Do 2002 roku w Polsce przeważały sieci zagraniczne. W 2002 roku te proporcje się odwróciły – po raz pierwszy w historii liczba systemów krajowych przekroczyła liczbę zagranicznych. W 2003 i 2004 roku ten trend się pogłębił. Na koniec 2004 roku już 138 sieci franchisingowych pochodziło z Polski (65,7%), a tylko 72 z zagranicy (34,3%). Wynika z tego, że 2004 rok był kolejnym rokiem dojrzewania naszego rynku, bowiem wszędzie na rozwiniętych rynkach (USA, Wielka Brytania, Włochy) przewagę mają systemy krajowe. Ta przewaga utrzymała się nawet bezpośrednio po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej, jednak ciągle należy spodziewać się nowych graczy z Europy na rynku polskim. Najwięcej systemów zagranicznych pochodzi z Francji (16,7%), Niemiec (13,9%) i USA (12,5%). W ostatnim roku najwięcej zagranicznych systemów franchisingowych pojawiło się z Niemiec²¹⁶.

W Hiszpanii, podobnej do Polski pod wieloma względami, funkcjonuje niemal 750 systemów i ponad 52 tys. jednostek franchisingowych. Należy się zatem spodziewać, że i polski franchising stoi przed kolejnymi latami dynamicznego rozwoju²¹⁷. Barierą dla polskiego franchisingu, niezmienną od kilku lat – i prawdopodobnie jeszcze tak przez kilka lat pozostanie – jest brak kapitału. Polaków rzadko stać na inwestycję rzędu kilkuset tysięcy bez zaciągnięcia kredytu, dlate-

²¹⁴ Ibidem.

²¹⁵ Zob. M. Duszczyk, *Stacja Benzynowa*, wrzesień 2005.

²¹⁶ A. Zarzycka, *Handel Zagraniczny*, lipiec/sierpień 2005.

²¹⁷ Ibidem.

go najchętniej inwestują w tańsze systemy. Banki nie dostrzegają, że za osobą ubiegającą się o kredyt stoi uznany na rynku przedsiębiorca o wysokiej renomie i sile gospodarczej. Przedsiębiorca ten jest żywotnie zainteresowany sukcesem gospodarczym przystępującego do sieci, ponieważ jego niepowodzenie gospodarcze bezpośrednio rzutuje na jego własną pozycję i renomę. Ryzyko kredytowania spada do minimum, może to więc uzasadniać pewne ulgi, chociażby w zakresie uproszczonych procedur, które obejmują ocenę zdolności kredytowej czy też rodzaje wymaganych zabezpieczeń, nie mówiąc już o preferencyjnym oprocentowaniu kredytu. Zorganizowanie odpowiednich programów gwarancji bankowych, parabankowych lub rządowych z całą pewnością spowodowałoby, iż franchising byłby dostępny szerszej grupie potencjalnych przedsiębiorców. Tymczasem banki nie mają przygotowanej żadnej specjalnej oferty dla firm franchisingowych, mimo, że na Zachodzie jest to standard.

W dobie popularyzacji sieci komputerowych, coraz częściej napotykamy nowe kierunki rozwoju systemów franchisingowych, a w przypadku wykorzystania przez nie technologii informatycznych mówi się wręcz o e-franchisingu. Problematyka z zakresu franchisingu w e-biznesie jest nadal wciąż słabo znana, stąd istnieje konieczność zdefiniowania takich pojęć, jak e-franchising i franchising internetowy.

Wspólnym rdzeniem tych dwóch nazw jest termin franchising, którego istotą jest oddanie przez biorcę pewnej części swej samodzielności w zamian za ustalone korzyści płynące z ugruntowanej na rynku pozycji sieci: wgląd na stale udoskonalany *know-how*, dostęp do renomowanych oznaczeń sieci, atrakcyjnych towarów przetestowanych w zyskownych sposobach ich komercjalizacji, pomocy i doradztwa doświadczonego przedsiębiorcy, kredytów, szkoleń i wiele innych. Zaś termin **e-franchising** odnosi się do przedsiębiorstw franchisingowych wykorzystujących technologie internetowe, przy czym zakres w jakim je zastosowano, może być bardzo zróżnicowany. **Franchising internetowy** odnosi się do systemów, które nie posiadają tradycyjnych jednostek, są więc obecnie jedynie w przestrzeni cybernetycznej.

Istnieje wiele zróżnicowanych możliwości technicznych zastosowania sieci komputerowych, które funkcjonują w e-franchisingu. Procesy, które ograniczają swoje oddziaływanie jedynie do uczestników organizacji mogą być realizowane poprzez sieci wewnętrzne (Internet), w przypadku procesów B2B realizację zadań umożliwiają sieci zewnętrzne (extranet). Natomiast bezpośrednia interakcja z klientem jest możliwa dzięki ogólnodostępnej sieci internetowej²¹⁸.

²¹⁸ Zob. I. Steinerowska-Streb, *Istota e-franchisingu oraz możliwości jego rozwoju w Polsce*, Przegląd Organizacji nr 10/2004, s. 41.

Firmy działające na zasadach franchisingu internetowego to²¹⁹:

- **WSI Internet** – łańcuch tych firm powstał w 1995 roku i na dziś posiada 357 biorców biorców Stanach Zjednoczonych i 772 biorców poza Stanami. To jeden z najszybciej rozwijających się łańcuchów franchisingowych. Działalność firmy polega na udostępnieniu usług ułatwiających małym i średnim firmom prowadzenie działalności e-biznesowej. Obejmują one przede wszystkim: konsulting, marketing, szkolenia, opracowanie wzornictwa stron internetowych, ich rejestrację i inne. Dawca ma za zadanie dostarczyć pakiet narzędzi służących temu celowi, markę i szkolenia, w zamian za pobieranie opłaty wstępnej i wartości od zysku.
- **Cyber Growth Solutions** – łańcuch franchisingu internetowego o podobnym charakterze co wyżej wymieniony.
- **Netspace** – dostarcza ona swoim franchisingobiorcom programy, takie jak: Search Engine Promotion, Direct e-mail marketing, Strategic Online Activity. Biorcy dzięki nim są w stanie zapewnić swoim klientom częste odwiedzanie ich stron internetowych poprzez wyświetlanie ich w popularnych wyszukiwarkach, wysyłanie reklam i tym podobne. Łańcuch ten łączy w sobie 85 biorców, z tego 65 w Stanach Zjednoczonych.
- **EasyInternetcafe** – oferuje biorcom tworzenie kawiarni internetowych, których niewątpliwą zaletą jest wygoda oraz niskie koszty. Punkty te są całkowicie zautomatyzowane, dzięki czemu uniknąć można zatrudnienia dodatkowego personelu.
- **New Horizons** – firma ta to wirtualna szkoła obsługi komputerów.

Wiele łańcuchów franchisingowych w Polsce z powodzeniem korzysta na co dzień z sieci informatycznych jako narzędzia zarządzania, komunikacji czy też marketingu. Wciąż wzrastająca dostępność Internetu sprzyja rozwojowi e-biznesu w Polsce, a zatem także i franchisingowi internetowemu. Obecnie nie działają jeszcze na polskim rynku systemy e-franchisingowe, choć przy tak szybkich i nagłych zmianach w informatyzacji naszego społeczeństwa możemy się spodziewać, że także i w Polsce ta forma spotka się z zainteresowaniem przedsiębiorców.

Analizując programy gospodarcze partii politycznych z łatwością da się zauważyć, iż łączy je hasło dotyczące popierania i pomagania małej i średniej przedsiębiorczości jako panaceum między innymi na wciąż postępujące w Polsce bezrobocie. Podejmowane w tej materii działania zaprzeczają jednak istnieniu świadomości co do roli, jaką w tym procesie mógłby odegrać rozwój franchisingu. Stworzenie bowiem odpowiedniego klimatu politycznego pozwoliłoby stworzyć fundamen-

²¹⁹ Ibidem, s. 42.

ty kooperacji franchisingowej, dałoby nowe miejsca pracy, a także wzbogaciłoby budżet państwa o podatki płacone przez nowe podmioty gospodarcze.

Brak klimatu i zainteresowania politycznego w stosunku do stworzenia fundamentów rozwoju kooperacji przedsiębiorstw w ramach sieci, ma pośredni wpływ na stopień zainteresowania naszym krajem zagranicznych inwestorów, a co za tym idzie także dla potencjalnych dawców systemów franchisingowych, ponieważ kolejne ekipy rządzące wydają się nie zauważać możliwości związanych z rozwojem franchisingu w Polsce, brak jest również wyraźnego zainteresowania ze strony potencjalnych zachodnich kontrahentów.

Barierą spowalniającą rozwój franchisingu, jest niewiedza samych przedsiębiorców co do treści i korzyści, które wynikają z tej instytucji, a co za tym idzie – strach przed nieznanym. W tym zakresie widoczne są jednak zmiany i znaczny postęp, który przejawia się między innymi w powstaniu Polskiej Organizacji Franchisodawców, która grupuje i reprezentuje ich interesy oraz serwisu internetowego (www.franchising.info.pl), na którym można znaleźć wiele rozmaitych ofert franchisodawców.

Stowarzyszenia franchisingowe biorą aktywny udział w lobbingu na rzecz franchisingu zarówno na szczeblu krajowym, jak i na szczeblu Unii Europejskiej. W 1990 roku krajowe stowarzyszenia franchisingowe z krajów Unii Europejskiej uzgodniły i wprowadziły w życie Europejski Kodeks Etyczny Franchisingu, który obliguje dawców do posiadania dokumentów finansowych prezentujących w sposób zrozumiały i wiarygodny osiągnięcia systemu i świadczących o tym, że dany system franchisingowy jest biznesem przynoszącym zyski oraz określa elementy uczciwej umowy franchisingowej i strukturę systemu zgodną z przyjętymi przez członków organizacji zasadami.

Wśród barier, które stopują rozwój franchisingu jest to, iż niewątpliwie oprócz posiadania grubego portfela należy naprawdę interesować się branżą, w którą inwestujemy. Zarządzanie siecią wiąże się ze stałym kontrolowaniem działalności konkurencji, wyjazdami na targi, szkolenia. Kolejną ważną cechą jest umiejętny dobór współpracowników i dostosowanie strategii przedsiębiorstwa-biorcy do warunków zewnętrznych. Niezbędna jest znajomość realiów polskiego rynku, przedsiębiorczość i odwaga w dążeniu do jasno sprecyzowanych celów przedsiębiorstwa, gdyż sam zakup licencji nie daje gwarancji osiągnięcia sukcesu.

Rozdział 7

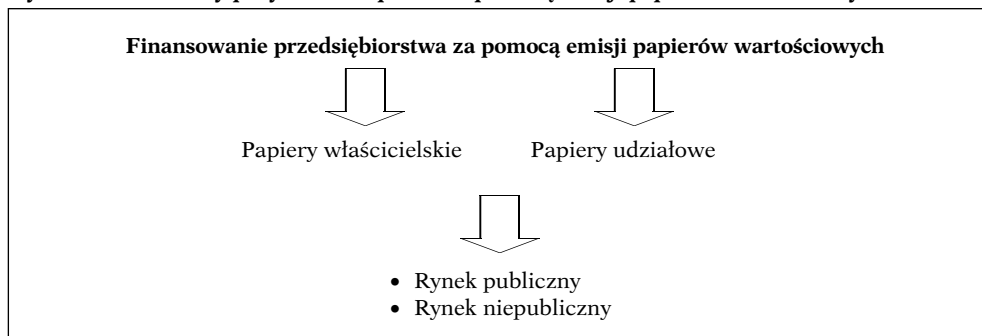
Publiczna emisja papierów wartościowych jako źródło kapitału

Izabela Pruchnicka-Grabias

Wprowadzenie

Wybór odpowiedniego sposobu pozyskania środków finansowych na realizację projektów inwestycyjnych przez przedsiębiorstwa jest jednym z kluczowych aspektów ich działalności. Niewątpliwie decyzja w tej sprawie uzależniona jest od wielu czynników. Możliwe jest finansowanie się za pomocą instrumentów dłużnych lub kapitału własnego (rysunek 7.1). Jeśli spółka wybiera kapitał własny lub rynkowe instrumenty dłużne, kolejną decyzją do podjęcia jest wybór pomiędzy rynkiem publicznym i niepublicznym. Zastosowanie każdej z tych metod jako źródła pozyskania kapitału, pociąga za sobą różnorodne konsekwencje i powinno być poprzedzone szczegółową analizą sytuacji, oczekiwań oraz potrzeb przedsiębiorstwa. Publiczny rynek giełdowy jest podstawowym źródłem zaopatrzenia w kapitał dużych korporacji działających na świecie. Jeśli w danym kraju nie ma sprawnie działającej giełdy papierów wartościowych, nie jest możliwe efektywne funkcjonowanie gospodarki. Umożliwia ona nie tylko pozyskanie kapitału, lecz również wycenę przedsiębiorstwa w odniesieniu do pozostałych podmiotów działających w tej samej branży.

Rysunek 7.1. Metody pozyskania kapitału za pomocą emisji papierów wartościowych



Źródło: Opracowanie własne.

Wybór publicznej emisji papierów wartościowych jako metody finansowania przedsiębiorstwa wiąże się z koniecznością podporządkowania się restrykcyjnym wymogom prawa giełdowego. Szczegółową analizę tego procesu przedstawiono w dalszej części rozdziału.

7.1. Zalety i wady wprowadzenia spółki do obrotu publicznego

Aktem prawnym definiującym pojęcie obrotu publicznego jest Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych²²⁰. Publicznym proponowaniem nabycia papierów wartościowych, zgodnie z art. 3 Ustawy, jest proponowanie nabycia papierów wartościowych w dowolnej formie i w dowolny sposób, jeżeli propozycja jest skierowana do co najmniej 100 osób lub do nieoznaczonego adresata. Może ono być dokonane wyłącznie w drodze oferty publicznej, którą stanowi udostępnianie na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów wartościowych.

Jeśli dany emitent skorzysta z wyżej zdefiniowanego sposobu pozyskania środków finansowych, automatycznie przyjmuje na siebie obowiązek przestrzegania procedur nakładanych przez aktualne prawo giełdowe, w tym do regularnego ujawniania informacji o swojej sytuacji finansowej.

Pojęcie papieru wartościowego precyzuje natomiast Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi²²¹, której art. 3 stanowi, iż papiery wartościowe to akcje, prawa poboru, prawa do akcji, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne zbywalne papiery wartościowe, w tym inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągnięcia długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego.

Najbardziej typową metodą pozyskania środków poprzez rynek giełdowy jest wyemitowanie akcji. Możliwa jest również emisja obligacji. Jeśli chodzi o akcje, mogą to być albo papiery zwykłe na okaziciela, albo uprzywilejowane. Co do tych drugich, uprzywilejowanie może dotyczyć: prawa głosu, dywidendy, prawa poboru lub innych korzyści przysługujących na wypadek likwidacji spółki. Jeśli chodzi o uprzy-

²²⁰ Dz.U. 2005, Nr 184, poz. 1539.

²²¹ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2005, Nr 183, poz. 1538.

wilejowanie co do głosu, należy podkreślić, iż zgodnie z art. 352 ksh²²², jednej akcji uprzywilejowanej można przyznać nie więcej niż dwa głosy, przy czym art. 351 ksh stanowi, iż w spółce publicznej nie stosuje się uprzywilejowania co do głosu. Jeśli chodzi natomiast o uprzywilejowanie co do dywidendy, odnosi się do niego art. 353 ksh, w którym ustawodawca stwierdza, iż akcje uprzywilejowane w zakresie dywidendy nie mogą przyznawać uprawnionemu dywidendy, która przewyższa więcej niż o połowę dywidendę przeznaczoną do wypłaty akcjonariuszom uprawnionym z akcji nieuprzywilejowanych. Jeżeli spółka zamierza wprowadzić akcje będące papierami imiennymi na giełdę, musi najpierw przeprowadzić ich zamianę na akcje na okaziciela, gdyż na giełdzie mogą być obracane jedynie zwykłe akcje na okaziciela.

Motywy do wejścia spółki na giełdę jest chęć pozyskania dodatkowych środków na jej dalszy rozwój. Istotną zaletą emisji papierów wartościowych w porównaniu do kredytu bankowego jest możliwość przeznaczenia pozyskanych funduszy na dowolny cel. Bank może uznać, że nie chce finansować pewnych przedsięwzięć. Łatwiej jest przekonać akcjonariuszy, jeśli rzetelnie sprecyzuje się korzyści dla spółki wynikające z tej konkretnej inwestycji. Poza tym przeznaczenie środków pochodzących z kredytu na przykład na spłatę zaległych zobowiązań spółki jest raczej niemożliwe, podczas gdy akcjonariusze mogą wyrazić na to zgodę.

Inną mocną stroną upublicznienia spółki jest wzrost jej wiarygodności w oczach zarówno kontrahentów, jak i ewentualnych kredytodawców, czy leasingodawców (banków, firm leasingowych). Spowodowane jest to nie tylko faktem ciągłego nieograniczonego dostępu do jej sprawozdań finansowych, lecz również pozytywnym przejściem selekcji dokonywanej przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd oraz Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Potencjalni inwestorzy oraz kredytobiorcy oceniają, iż spółka publiczna została wystarczająco sprawdzona przez te dwie instytucje rynku kapitałowego, których opiniom z pewnością można zaufać.

Publiczna emisja papierów wartościowych jest tylko jednym ze sposobów pozyskania kapitału. Nie wyklucza dodatkowego finansowania się za pomocą innych dostępnych źródeł, w tym kredytu bankowego. Wynika z tego, iż upublicznienie spółki pozwala jej na pozyskanie dodatkowych kredytów bankowych dzięki podniesieniu jej prestiżu i wiarygodności w oczach banków. Ponadto, wpływa to na marżę bankową, której wysokość jest odwrotnie proporcjonalna do wiarygodności danego przedsiębiorstwa. Publiczny obrót to również zwiększenie szans na uzyskanie ratingu dla danego przedsiębiorstwa, nadawanego przez wyspecjalizowane instytucje i uwzględnianego zarówno przez inwestorów (przy podejmowaniu decyzji o inwestycji), jak i banki (przy pomiarze zdolności kredytowej).

²²² Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. 2000, Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.

Wejście na giełdę to również znakomita okazja do dodatkowej reklamy dla przedsiębiorstwa dzięki obecności jego notowań w środkach masowego przekazu, jak również ciągłym komentarzom analityków giełdowych na jego temat oraz śledzeniem sytuacji finansowej przez inwestorów nabywających notowane papiery wartościowe. Spółka, która już weszła na giełdę, charakteryzująca się dobrymi wynikami finansowymi, ma możliwość uplasowania kolejnych emisji w znacznie łatwiejszy sposób niż ma to miejsce za pierwszym razem. Ryzyko takiego przedsiębiorstwa jest postrzegane jako niższe niż spółki, która po raz pierwszy wchodzi na giełdę, a przez to inwestorzy są skłonni zaakceptować nieco niższe stopy zwrotu, co z kolei daje możliwość na przykład wyemitowania obligacji o nieco niższych stopach zwrotu, a przez to dających tańsze źródło pozyskania środków na rozwój firmy.

Ponadto, rynek giełdowy stanowi miejsce obiektywnej wyceny wartości spółki. Dzięki niej zarządzający mają możliwość porównywania wyników swojego przedsiębiorstwa na tle spółek działających w tej samej branży, w celu podjęcia ewentualnych działań mających na celu zwiększenie wartości zarządzanych przez nich firm. Dodatkową motywacją do podnoszenia wartości może być przydzielanie zarządzającym tak zwanych opcji menedżerskich. Ma to za zadanie jeszcze większe zmobilizowanie ich do dbania o dobro firmy i poprawę jej wyceny w oczach inwestorów. Opcje te dają prawo do zakupu papierów wartościowych emitowanych przez daną spółkę po określonej, bardziej atrakcyjnej niż na giełdzie cenie, pod warunkiem osiągnięcia wskazanego zysku lub rentowności lub innego wytyczonego celu. Ponadto, możliwe jest zaoferowanie akcji pracownikom spółki po cenie wielokrotnie niższej od ceny emisyjnej dla zwykłych inwestorów. Ma to zmotywować pracowników do pocucia się współodpowiedzialnym za rozwój instytucji, w której pracują, a przez to do jeszcze bardziej wydajnej pracy, której jednym z efektów może być wzrost wartości posiadanych przez nich akcji.

Następnym plusem funkcjonowania spółki w obrocie publicznym jest możliwość przejmowania spółek poprzez wydanie akcjonariuszom spółki przejmowanej akcji swojej spółki (przejmującej), jak również możliwość dalszej ekspansji poprzez pozyskanie inwestora strategicznego. Jest on bardziej skłonny do zainwestowania w spółkę o ugruntowanej pozycji rynkowej, znanym znaku towarowym, czy sprawdzonych technologiach aniżeli w przedsiębiorstwo mało znane, do którego po pierwsze trudniej jest dotrzeć niż do publicznego, a po drugie nie jest ono darzone aż tak dużym stopniem zaufania jak te notowane na giełdzie, które są zmuszone do dbania o swoją wartość i wyniki finansowe, gdyż w przeciwnym razie rynek je weryfikuje poprzez obniżenie wartości akcji, a przez to gorszą wycenę.

Jednym z podstawowych czynników²²³ wymienianych przez spółki jako wada finansowania za pomocą emisji publicznej są wysokie koszty takiej formy pozyska-

²²³ Zob. Badania ankietowe przeprowadzone przez Narodowy Bank Polski przedstawione w: *Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce*, NBP, Warszawa 2005.

nia kapitału. Tymczasem dane za lata 2003-2004 wskazują, iż koszty te wahają się w granicach 4% (tabele 7.1-7.2) całkowitej wartości emisji, co plasuje to źródło na pozycji lepszej niż kredyt bankowy czy leasing. Wskazuje to na brak świadomości wśród potencjalnych emitentów papierów wartościowych odnośnie kosztów tego sposobu pozyskania wolnych środków na rozwój.

Tabela 7.1. Udział kosztów w całkowitej wartości emisji akcji dla spółek debiutujących w 2003 r.

L.p.	Spółka	Pierwsze notowania akcji	Wartość emisji (PLN)	Koszty emisji (PLN)	Koszty kapitału (%)
1	DUDA	30.01.2003	20 284 000	1 410 000	6,95
2	HOOP	06.08.2003	63 000 000	2 010 400	3,19
3	BACA	14.10.2003	Spółka nie przeprowadzała nowej emisji		
4	IMPEL	14.11.2003	156 000 000	4 280 000	2,74
5	REDAN	30.12.2003	54 122 000	932 375	1,72
6	ŚNIEŻKA	31.12.2003	46 200 000	2 684 000	5,81
				Średnia	4,08

Źródło: GPW w Warszawie.

Tabela 7.2. Udział kosztów w całkowitej wartości emisji akcji dla spółek debiutujących w 2004 r.

L.p.	Spółka	Pierwsze notowania akcji	Wartość emisji (PLN)	Koszty emisji (PLN)	Koszty kapitału (%)
1	ATM GRUPA	02.05.2004	46 800 000	1 610 000	3,44
2	PLAST BOX	27.02.2004	17 550 000	586 588	3,34
3	BETACOM	19.03.2004	12 600 000	972 839	7,72
4	DGA	20.04.2004	15 400 000	783 676	5,09
5	GTC	06.05.2004	345 295 605	9 250 000	2,68
6	TECHMEX	19.05.2004	90 000 000	4 983 199	5,54
7	INTER CARS	26.05.2004	Spółka nie przeprowadzała nowej emisji		
8	ELSTAR OILS	06.07.2004	45 000 000	2 763 401	6,14
9	JC AUTO	30.06.2004	67 500 000	2 252 500	3,34
10	ARTMAN	01.07.2004	23 750 000	990 000	4,17
11	HYGIENIKA	05.07.2004	21 000 000	1 300 000	6,19
12	CERAMIKA NOWA GALA	14.07.2004	35 000 000	1 280 000	3,66
13	SM-MEDIA	05.07.2004	7 500 000	249 561	3,33
14	PBG	02.08.2004	96 000 000	4 778 700	4,98
15	BROKER FM	17.07.2004	Spółka nie przeprowadzała nowej emisji		
16	CAPITAL PARTNERS	20.08.2004	Spółka nie przeprowadzała nowej emisji (przejęcie z CETO)		
17	Comp Rzeszów	27.09.2004	42 300 000	1 571 425	3,71
18	ATM S.A.	28.09.2004	6 600 000	804 551	12,19
19	TORFARM	22.10.2004	31 050 000	837 000	2,70
20	Swissmed Centrum Zdrowia	15.10.2004	4 284 733	487 548	11,38
21	FAM	03.11.2004	16 884 723	965 900	5,72
22	BorsodChem Rt.	08.10.2004	Spółka nie przeprowadzała nowej emisji		
23	Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne	03.11.2004	Spółka nie przeprowadzała nowej emisji		
24	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski	10.11.2004	Spółka nie przeprowadzała nowej emisji		

Tabela 7.2. c.d. Udział kosztów w całkowitej wartości emisji akcji dla spółek debiutujących w 2004 r.

L.p.	Spółka	Pierwsze notowania akcji	Wartość emisji (PLN)	Koszty emisji (PLN)	Koszty kapitału (%)
25	PEKAES	26.11.2004	120 000 000	3 503 669	2,92
26	Praterm	06.12.2004	90 000 000	2 451 039	2,72
27	Koelner	30.11.2004	77 000 000	730 000	0,95
28	CCC	02.12.2004	60 800 000	2 287 000	3,76
29	TVN	07.12.2004	Spółka nie przeprowadzała nowej emisji		
30	POLCOLORIT	09.12.2004	48 528 828	569 480	1,17
31	IVAX	10.12.2004	465 426 591	10 058 153	2,16
32	Bmp	16.12.2004	44 524 165	bd	
33	DWORY	20.12.2004	Spółka nie przeprowadzała nowej emisji		
34	MOL	22.12.2004	Nie było oferty publicznej na polskim rynku		
35	Drozapol Profil	23.12.2004	12 800 000	535 000	4,1
36	Eurofaktor	30.12.2004	36 000 000	Bd	
				Średnia	4,53

Źródło: GPW w Warszawie.

Koszty przeprowadzenia emisji papierów wartościowych nie są stałe dla wszystkich podmiotów, lecz są pochodną takich czynników jak wielkość emisji, koniunktura gospodarcza w momencie emisji, a tym samym panująca na giełdzie. Ważne jest również dobranie odpowiednich instytucji świadczących usługi w zakresie wprowadzenia papierów wartościowych do obrotu i wynegocjowanie z nimi korzystnych warunków współpracy. W skład kosztów wejścia spółki na giełdę wchodzi takie pozycje, jak: opłaty za obsługę prawną, opracowanie prospektu emisyjnego – jego sporządzenie, publikację oraz dystrybucję, przeprowadzenie emisji oraz ewentualne zawarcie umowy z subemitentem gwarantującym powodzenie emisji, prowadzenie rozliczeń finansowych, wprowadzenie papierów do obrotu (opłaty pobierane przez KPWiG, KDPW oraz GPW) oraz ewentualne powołanie podmiotu organizującego rynek dla danego papieru wartościowego (market makera), którego zadaniem jest podtrzymywanie płynności tego waloru. Koszty przykładowej emisji przedstawiają dane w tabeli 7.3.

Jak wskazują dane przedstawione w tabeli 7.3, podstawową pozycją kosztową przy emisji akcji są wydatki poniesione na przygotowanie prospektu emisyjnego oraz uplasowanie walorów na rynku. Tabela nie uwzględnia umów o subemisję. W prospekcie zaznaczono jednak, iż przedsiębiorstwo je rozważa i jeśli dojdą do skutku, koszty pozyskania kapitału w ten sposób będą jeszcze wyższe.

Tabela 7.3. Szacunkowe koszty emisji poniesione przez PGNiG

Rodzaj wydatku	W tys. zł
Koszty sporządzenia prospektu i oferowania akcji w publicznym obrocie, w tym koszty doradztwa	28 384
Koszty promocji oferty, w tym publikacji skrótu prospektu i druku prospektu	8865
Opłaty i koszty administracyjne	1266
Razem	38 515

Źródło: Prospekt emisyjny spółki.

Konieczność publikowania informacji poufnych oraz danych dotyczących sytuacji finansowej jest kolejnym czynnikiem zniechęcającym potencjalnych emitentów do wejścia na giełdę. Są oni zobowiązani do równoczesnego przekazywania Komisji i spółce prowadzącej rynek regulowany, na którym notowane są jego papiery, a po upływie 20 minut od chwili przekazania tym podmiotom, także podania do wiadomości publicznej informacji poufnych, jak również informacji bieżących i okresowych. Ma to zapewnić dostateczną przejrzystość spółek notowanych na giełdzie, ale z drugiej strony niektóre przedsiębiorstwa traktują to jako przykry obowiązek ujawniania swoich danych przed instytucjami konkurencyjnymi.

Kolejną przeszkodą we wchodzeniu spółek na giełdę jest obawa przed wrogim przejściem przez inny podmiot. Dotychczasowi właściciele muszą pogodzić się z faktem, że będą już tylko jej współwłaścicielami i podczas Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy zapadające uchwały nie muszą być konieczne po ich myśli. Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu oraz o spółkach publicznych chroni ich interesy artykułem 69 stanowiącym, iż kto osiągnął lub przekroczył 5%, 10%, 20%, 25%, 33%, 50% albo 75% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, albo posiadał co najmniej 5%, 10%, 20%, 25%, 33%, 50% albo 75% ogólnej liczby głosów w tej spółce, a w wyniku zmniejszenia tego udziału osiągnął odpowiednio 5%, 10%, 20%, 25%, 33%, 50% albo 75% lub mniej ogólnej liczby głosów, jest obowiązany zawiadomić o tym Komisję oraz spółkę, w terminie 4 dni od dnia zmiany udziału w ogólnej liczbie głosów albo od dnia, w którym dowiedział się o takiej zmianie lub przy zachowaniu należytej staranności mógł się o niej dowiedzieć. Obowiązek dokonania tego zawiadomienia powstaje również w przypadku zmiany dotychczas posiadanego udziału ponad 10% ogólnej liczby głosów o co najmniej:

- 2% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, której akcje są dopuszczone do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych,
- 5% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, której akcje są dopuszczone do obrotu na innym rynku regulowanym,
- jak również w razie zmiany dotychczas posiadanego udziału ponad 33% ogólnej liczby głosów o co najmniej 1% ogólnej liczby głosów.

Obowiązek dokonania tego rodzaju zawiadomienia nie powstaje w przypadku, gdy po rozliczeniu w depozycie papierów wartościowych kilku transakcji zawartych na rynku regulowanym w tym samym dniu, zmiana udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce publicznej na koniec dnia rozliczenia nie powoduje osiągnięcia

lub przekroczenia progu ogólnej liczby głosów, z którym wiąże się powstanie tych obowiązków. Zawiadomienie Komisji oraz spółki musi zawierać informacje o²²⁴:

- dacie i rodzaju zdarzenia powodującego zmianę udziału, której dotyczy zawiadomienie,
- liczbie akcji posiadanych przed zmianą udziału i ich procentowym udziale w kapitale zakładowym spółki oraz o liczbie głosów z tych akcji i ich procentowym udziale w ogólnej liczbie głosów,
- liczbie aktualnie posiadanych akcji i ich procentowym udziale w kapitale zakładowym spółki oraz o liczbie głosów z tych akcji i ich procentowym udziale w ogólnej liczbie głosów,
- informacje dotyczące zamiarów dalszego zwiększania udziału w ogólnej liczbie głosów w okresie 12 miesięcy od złożenia zawiadomienia, jak również precyzujące cel zwiększania tego udziału w przypadku, gdy zawiadomienie jest składane w związku z osiągnięciem lub przekroczeniem 10% ogólnej liczby głosów.

Te i inne zapisy Ustawy dotyczące nabywania znacznych pakietów akcji mają za zadanie chronić spółki giełdowe przed nagłym wrogim przejęciem, jednak nie zapobiegają sytuacji umówienia się kilku podmiotów w sprawie przejęcia jednego przedsiębiorstwa i objęcia nad nim całkowitej kontroli. Stąd obawy potencjalnych emitentów w tym względzie nie są całkowicie bezzasadne.

Wymienione wady upublicznienia nie są jednak na tyle uciążliwe dla spółek, by wstrzymywały dobre firmy przed wprowadzeniem ich papierów wartościowych do obrotu publicznego. Świadczy o tym choćby liczba przeprowadzonych emisji w 2004 roku. Był to rok rekordowy dla Giełdy Papierów Wartościowych, kiedy trafiło do obrotu aż 36 spółek, co uplasowało polską giełdę na drugiej pozycji w Europie po London Stock Exchange, na której odbyły się 423 debiuty.

Kolejną możliwością pozyskania wolnych środków na rynku publicznym jest finansowanie się za pomocą obligacji. Ma ono tę zaletę, iż nie powoduje żadnych zmian w strukturze właścicielskiej. Zgodnie z Ustawą o obligacjach²²⁵, emitentami obligacji mogą być:

- podmioty prowadzące działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną, a także spółki komandytowo-akcyjne,
- gminy, powiaty, województwa, zwane dalej „jednostkami samorządu terytorialnego”, a także związki tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa,

²²⁴ Art. 69 pkt. 4 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych., Dz.U. 2005, Nr 184, poz. 1539.

²²⁵ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, (Dz.U. 1995, Nr 83, poz. 420 z późn. zm.).

- inne podmioty posiadające osobowość prawną, upoważnione do emisji obligacji na podstawie innych ustaw,
- instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub Narodowy Bank Polski, lub przynajmniej jedno z państw należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), lub bank centralny takiego państwa, lub instytucje, z którymi Rzeczpospolita Polska zawarła umowy regulujące działalność takich instytucji na terenie Rzeczypospolitej Polskiej i zawierające stosowne postanowienia dotyczące emisji obligacji.

Chociaż obligacje nie są aż tak popularnym papierem wartościowym emitowanym przez przedsiębiorstwa jak akcje, to jednak również stanowią cenne źródło pozyskania kapitału będące alternatywą dla kredytu bankowego. Wygodną ich odmianą są obligacje zamienne na akcje, stanowiące hybrydowy instrument finansowania.

Obligacje zamienne to instrumenty, które posiadają jednocześnie cechy papierów wartościowych o stałym dochodzie oraz właścicielskich. Mogą one zostać zamienione po wyznaczonej wcześniej cenie konwersji na ustaloną ilość akcji emitenta w określonym czasie. Inaczej można powiedzieć, iż są to obligacje z wbudowaną opcją dającą prawo do nabycia akcji. W szczególnych przypadkach obligacje mogą zostać wymienione na akcje innej spółki, nie jej emitenta. Nazywa się je wtedy obligacjami wymiennymi (*exchangeable bonds*). Jak podają E. Glogowski oraz M. Munch²²⁶, cena zamiany obligacji (*conversion price*) jest w czasie emisji wyższa od kursu giełdowego o premię konwersyjną, która zmniejsza się w okresie konwersji, wraz ze wzrostem kursu giełdowego akcji.

Obligacje zamienne pozwalają na osiągnięcie korzyści zarówno ich emitentom, jak i nabywcom. W momencie ich emisji, klasyfikowane i wyceniane są w spółce jak instrumenty dłużne. Oznacza to, że umożliwiając finansowanie, nie powodują w momencie emisji rozwodnienia kapitału na akcję, lecz odraczają ten moment na okres późniejszy. Ponadto, skoro zawierają opcję zakupu akcji, pozwalają na zaakceptowanie niższego oprocentowania przez inwestorów, a dzięki temu na tańsze finansowanie się przedsiębiorstwa. Papiery wartościowe o charakterze hybrydowym, jakimi są obligacje zamienne, pozwalają na zniwelowanie niektórych wad instrumentów klasycznych. Na przykład, jak podkreślają M. Jensen oraz W. Meckling²²⁷, konflikty między akcjonariuszami i obligatariuszami mogą wpływać na sytuację firmy. Przyczyny konfliktu wymieniają C. Smith i J. Werner²²⁸ jako m.in. możliwość powiększania przez akcjonariuszy zadłużenia lub zaciągania uprzywilejowanego

²²⁶ E. Glogowski, M. Munch, *Nowe usługi finansowe*, Warszawa 1994, s. 327.

²²⁷ M. Jensen, W. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure*, *Journal of Financial Economics*, nr 3, 1976.

²²⁸ C.W. Smith, J.B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, *Journal of Financial Economics*, nr 7, 1979.

długu w stosunku do obligacji. Jako kolejne źródło podają oni ewentualność inwestowania przez akcjonariuszy w projekty bardziej ryzykowne, co może doprowadzić do kłopotów finansowych firmy i niezdolności do wywiązania się ze swych zobowiązań wobec posiadaczy papierów dłużnych. Tymczasem instrument taki jak obligacja zamienna pozwala, w każdej z opisanych sytuacji, obligatariuszowi na zostanie akcjonariuszem, a więc eliminuje wady posiadania obligacji w porównaniu do bycia właścicielem akcji danego emitenta.

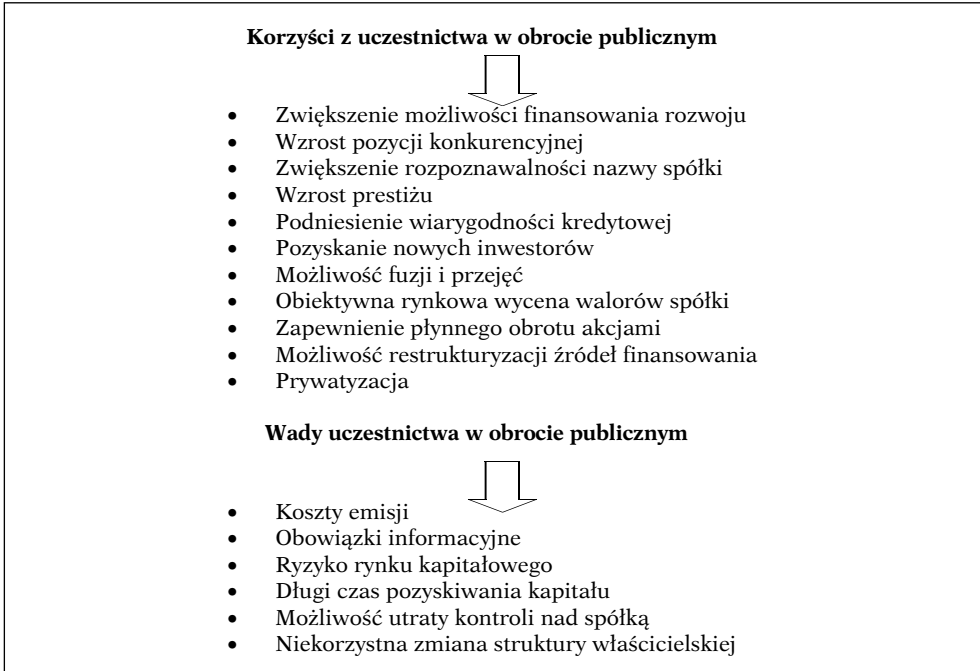
Emisja obligacji z pewnością w wielu przypadkach okazuje się bardziej elastycznym sposobem pozyskania kapitału niż kredyt bankowy. Po pierwsze, emitent ma możliwość samodzielnego ukształtowania jej konstrukcji w taki sposób, by jej wykup przypadła w momencie jak najbardziej dla niego dogodnym oraz by wypłata odsetek również dokonywana była wtedy, gdy będzie mógł sobie na to pozwolić. W przypadku kredytu nie zawsze jest realne wynegocjowanie takich warunków z bankiem, które do końca odpowiadałyby spółce, gdyż musi to uwzględniać spreczne interesy obu stron, a nie tylko kredytobiorcy. Spłaty odsetek od zaciągniętego kredytu mają miejsce w odstępach miesięcznych lub ewentualnie kwartalnych, podczas gdy typowym okresem, co który wypłacane są odsetki od obligacji jest jeden rok. To pozwala na zarobienie w międzyczasie dodatkowych środków na wypłaty dla inwestorów.

Istotną, mocną stroną obligacji jest możliwość ich rolowania, gdy w momencie wykupu okaże się, iż emitent nadal potrzebuje dodatkowych środków finansowych na rozwój, co w przypadku kredytu nie jest możliwe. Ponadto, kredytobiorcy wymagają wszelkiego rodzaju zabezpieczeń, a to dodatkowo podnosi koszty tej metody finansowania przedsiębiorstwa. Zabezpieczenie emisji obligacji nie jest konieczne, choć w rzeczywistości może podnieść jej atrakcyjność. Jednakże w przypadku spółek o ugruntowanej pozycji rynkowej i dobrej renomie na ogół nie jest to konieczne. Kolejną wadą umowy kredytu bankowego jest to, iż bank może ją w każdej chwili wypowiedzieć, jeśli tylko stwierdzi, iż istnieją jakiekolwiek przesłanki świadczące o tym, że kredytobiorca może mieć trudności ze spłatą kredytu. Wcale nie jest tu konieczne opóźnienie w spłacie raty, lecz wystarczy samo zagrożenie, że spłata nie nastąpi w terminie. Konsekwencje takiego postępowania banku mogą być znaczące, a spółka na skutek tego, może nie przeprowadzić zaplanowanej inwestycji pomimo poniesienia już części kosztów. W tym kontekście emisja obligacji jest bardziej korzystna, gdyż nie można jej wypowiedzieć, a więc nie istnieje zagrożenie, iż nagle emitent zostanie pozbawiony środków finansowych, które planował wykorzystać, a przez to możliwości kontynuowania swojej działalności. Kolejnym argumentem przemawiającym na korzyść emisji obligacji jest fakt, iż nie wymaga ona wskazania jej celu, co konieczne jest przy zaciąganiu kredytu.

Najbardziej istotnym elementem procesu pożyczania kapitału jest odpowiedni poziom oprocentowania. Emitent obligacji ustala je samodzielnie w taki sposób, by

inwestorzy byli skłonni kupić te papiery wartościowe, ale żeby było ono jednocześnie niższe od kosztu kredytu bankowego. W praktyce jednak nie zawsze jest to możliwe, a oprocentowania obligacji i kredytów bankowych często są porównywalne. Warto więc zestawić ze sobą pozostałe koszty towarzyszące korzystaniu z tych dwóch źródeł finansowania. Przy ich zestawieniu, na pierwszy rzut oka widać, iż przy obligacjach pojawiają się pozycje kosztowe, które nie istnieją przy zaciąganiu kredytu. Należy tutaj sfinansować: obsługę prawną emisji, przygotowanie stosownych dokumentów, w tym sporządzenie prospektu emisyjnego, przygotowanie emisji (skorzystanie z pomocy wyspecjalizowanych instytucji finansowych), promocję oferty, prowizję za uplasowanie emisji na rynku, ewentualne organizowanie rynku wtórnego przez market makera, ewentualne subemisje. Koszty te wprawdzie nie występują przy zaciąganiu kredytu, ale wcale nie oznaczają, iż muszą one przekroczyć wydatki z nim związane. Wszystko zależy od tego, w jakiej fazie jest cykl gospodarczy oraz jaka jest sytuacja finansowa emitenta. Emitenci o większej renomie łatwiej plasują swoje papiery wartościowe na rynku, a w związku z tym po pierwsze, ponoszą mniejsze nakłady na sfinansowanie prowizji dla instytucji zajmującej się sprzedażą tych papierów, a po drugie, nie mają konieczności ustanawiania subemitenta lub jeśli to nawet uczynią, nie jest to aż tak drogie jak w przypadku podmiotów o słabszej kondycji finansowej.

Rysunek 7.2. Słabe i mocne strony uczestnictwa w obrocie publicznym



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, *System finansowy w Polsce*, PWN, Warszawa 2006, s. 287.

Kolejną kwestią jest sprawa ryzyka towarzyszącego inwestycji, której chce się podjąć podmiot ubiegający się o środki finansowe. Otóż, może się okazać, iż bank nie będzie chciał podejmować wysokiego ryzyka, nawet za cenę wyższych odsetek. Dla instytucji finansowych takich jak banki kwestia ryzyka jest pierwszorzędym kryterium oceny wniosku kredytowego. Nie są to podmioty, które maksymalizują zysk za wszelką cenę. Inaczej sytuacja wygląda w przypadku potencjalnych nabywców obligacji. Istnieje możliwość znalezienia inwestorów, którzy podejmą się sfinansowania pewnej ryzykownej inwestycji, której bank by nie sfinansował, oczywiście za cenę znacznego potencjalnego zysku. Niewątpliwą zaletą pozyskania środków w postaci emisji obligacji jest to, iż emitent może zamknąć linię we wcześniejszym okresie niż zaplanowano dzięki wykupieniu obligacji lub skupieniu ich na rynku wtórnym. W przypadku kredytu na ogół wiąże się to z koniecznością zapłacenia dodatkowej prowizji od wcześniejszej spłaty.

Finansowanie się polskich korporacji za pomocą obligacji nie jest jednak popularne. Jest to jeden z najsłabiej rozwiniętych segmentów publicznego rynku kapitałowego w Polsce. Poważną konkurencją dla niego jest na przykład rynek skarbowych papierów dłużnych. Bliższe informacje na ten temat przedstawiono w końcowej części rozdziału.

7.2. Etapy wchodzenia spółki na giełdę

Wprowadzenie spółki na giełdę poprzedza kilkumiesięczny proces przygotowawczy. Po pierwsze, konieczne jest przekształcenie jej w spółkę akcyjną. W tym celu, zgodnie z art. 306 Kodeksu spółek handlowych, wymaga się:

- zawiązania spółki, w tym podpisania statutu przez założycieli,
- wniesienia przez akcjonariuszy wkładów na pokrycie całego kapitału zakładowego,
- ustanowienia zarządu i rady nadzorczej,
- wpisu do rejestru.

Minimalny kapitał zakładowy wynosi 500 tys. zł i jest podzielony na akcje o równej wartości nominalnej, która nie może być niższa niż jeden grosz. Powstanie spółki akcyjnej następuje w momencie objęcia wszystkich akcji, za które akcjonariusze mają prawo wносить zarówno wkłady pieniężne, jak i aporty, czyli wkłady niepieniężne. Szczegółowe zasady dotyczące przekształcania podmiotów w spółkę akcyjną regulują stosowne przepisy ksh. Przekształcenie to wymaga oczywiście skorzystania z fachowej pomocy firm doradczych i generuje pewne koszty. Jest to jednak proces niezbędny do późniejszego wprowadzenia firmy do publicznego obrotu. Kolejnym

crokiem jest decyzja o rodzaju oferty, to znaczy, czy będzie to od razu finansowanie za pomocą akcji, czy też w pierwszej kolejności spółka wyemituje obligacje zamienne na akcje w późniejszym okresie. Jeśli ma to być emisja akcji, tu również istnieją różne możliwości. Najbardziej typową z nich jest nowa emisja akcji. Możliwe jest również połączenie nowej emisji akcji z ofertą sprzedaży, co oznacza, że część papierów jest zbywanych przez dotychczasowych ich właścicieli, a spółka również emituje kolejne akcje. Jeśli dotychczasowi akcjonariusze chcą zbyć posiadane przez nich walory, można dokonać publicznej oferty sprzedaży bez dodatkowego emitowania nowych akcji przez spółkę. Ostatnią metodą jest wprowadzenie walorów do obrotu, któremu nie towarzyszy przeprowadzenie oferty publicznej.

Po podjęciu przez spółkę decyzji w sprawie formy pozyskania kapitału, walne zgromadzenie akcjonariuszy musi podjąć uchwałę dotyczącą wprowadzenia akcji do obrotu publicznego. Kiedy przedsiębiorstwo dokona już tych formalności, może przystąpić do realizacji samej emisji, czego pierwszym i obowiązkowym elementem jest proces sporządzenia prospektu emisyjnego. Od 1 lipca 2005 roku weszło w życie Rozporządzenie 809/2004²²⁹ przyjęte przez Komisję Wspólnoty Europejskiej 29 kwietnia 2004 roku, które precyzuje zasady sporządzania prospektu emisyjnego, jak również możliwe sposoby jego publikacji oraz zasady tworzenia odniesień do innych stron internetowych. Jeśli występują odniesienia, konieczne jest spełnienie warunku, by były one w tym samym języku, w którym jest prospekt. Może być on opublikowany wyłącznie w formie elektronicznej, przy czym ustawodawca zastrzega, że w przypadku skorzystania przez emitenta z tego prawa, zobowiązany jest on do bezpłatnego wysłania prospektu w formie drukowanej na żądanie potencjalnego inwestora. W przypadku publikacji elektronicznej ważne jest również to, by prospekt był łatwy do odszukania na stronie internetowej, na której go umieszczono oraz by nie dołączać linków do innych stron internetowych. Poza tym musi istnieć możliwość ściągnięcia i wydrukowania prospektu przez inwestora. Kolejnym wymogiem dotyczącym sporządzania prospektu w formie elektronicznej jest to, że nie może być możliwe dokonanie jakichkolwiek korekt. Możliwość opublikowania prospektu w formie elektronicznej oczywiście obniża koszty jego rozpowszechnienia, jak również umożliwia lepszy i nieograniczony dostęp do informacji w nim zawartych. Istotną nowość dla polskich emitentów stanowi dopuszczenie możliwości określania przez nich, w jakiej kolejności informacje zawarte w prospekcie zostaną umieszczone. Jednakże poszczególne zagadnienia powinny być uszeregowane według wyszczególnionych we wspomnianym Rozporządzeniu zakresów tematycznych. Zawiera ono także schematy dotyczące sporządzania pro-

²²⁹ Commission Regulation No 809/2004 of 29 April 2004 implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards information contained in prospectuses as well as the format, incorporation by reference and publication of such prospectuses and dissemination of advertisements.

spektu emisyjnego zawierające minimum informacji koniecznych do opublikowania w nim, jednakże emitent ma prawo rozszerzyć to, jeśli uzna, że powinien umieścić w nim dodatkowe, ważne informacje.

Prospekt musi zawierać dane o samym emitencie, jego sytuacji finansowej i planach oraz prognozach na przyszłość, jak i o emisji. Istnieje możliwość przedstawienia prospektu w postaci nie jednego, lecz trzech dokumentów. Nie jest to jednak obligatoryjne i istnieje możliwość wyboru pomiędzy prospektem jednocześnieowym i trzyczęściowym. Jeśli chodzi o prospekt trzyczęściowy ma się on składać z takich części, jak: rejestracyjna (*registration document*), ofertowa (*securities note*) oraz podsumowująca (*summary note*). Jest to korzystne dla firm, które wprowadzają papiery wartościowe po raz kolejny, gdyż informacje na temat firmy zawarte w części rejestracyjnej nie muszą już ponownie zostać opracowywane, o ile oczywiście nie uległy zmianie. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd jest zobowiązana do zatwierdzenia prospektu emisyjnego w ciągu 20 dni w przypadku pierwszej oferty publicznej danego emitenta oraz w ciągu 10 dni dla kolejnych emisji. Oznacza to skrócenie czasu oczekiwania na wprowadzenie instrumentów finansowych do obrotu w stosunku do przepisów obowiązujących przed 1 września 2005 roku. Prospekt jest ważny przez 12 miesięcy od daty opublikowania. Co ważne, zatwierdzenie prospektu odbywa się wraz z dopuszczeniem do obrotu publicznego, co oznacza, że decyzja Komisji o dopuszczeniu papierów wartościowych do obrotu publicznego jest równoważna z zatwierdzeniem prospektu emisyjnego. KPWIG ma prawo do zwolnienia emitenta na jego wniosek z obowiązku publikowania niektórych informacji w prospekcie, jeśli ich podanie do publicznej wiadomości mogłoby mu zaszkodzić, a przy tym nie jest kluczowe dla przeprowadzanej oferty. Kolejną istotną kwestią jest język, w którym sporządzany jest prospekt emisyjny. Otóż, jeśli dotyczy on oferty kierowanej tylko na rynek krajowy, stosowne organy podejmują decyzję o tym, w jakim języku to nastąpi. To z kolei stwarza możliwość opublikowania prospektu w języku urzędowym danego kraju. Inaczej wygląda sytuacja, gdy papiery wartościowe wprowadzane są w kilku państwach członkowskich. W takiej sytuacji język prospektu powinien zostać uzgodniony przez stosowne władze tych krajów lub należy za niego przyjąć ten, który jest powszechnie stosowany w sferze finansów międzynarodowych. Jednakże stosowny organ każdego z tych krajów ma prawo zażądać przetłumaczenia podsumowującej części prospektu na swój język urzędowy. Zasady tworzenia prospektów emisyjnych w Polsce są zgodne z tymi obowiązującymi na terenie pozostałych państw członkowskich Unii Europejskiej i uwzględniają zapisy Dyrektywy 2003/71²³⁰ zatwierdzonej przez Parlament Europejski oraz Radę, precyzującej zasady dotyczące wprowadzania papierów warto-

²³⁰ Directive 2003/71/EC of The European Parliament and of The Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC.

ściowych do obrotu publicznego, sporządzania prospektów emisyjnych oraz procedur ich zatwierdzania. To wszystko ma służyć tzw. zasadzie pojedynczego paszportu (*single passport*), co oznacza, że jeśli prospekt emisyjny zostanie zatwierdzony w jednym z państw unijnych, jest on ważny dla wszystkich państw UE.

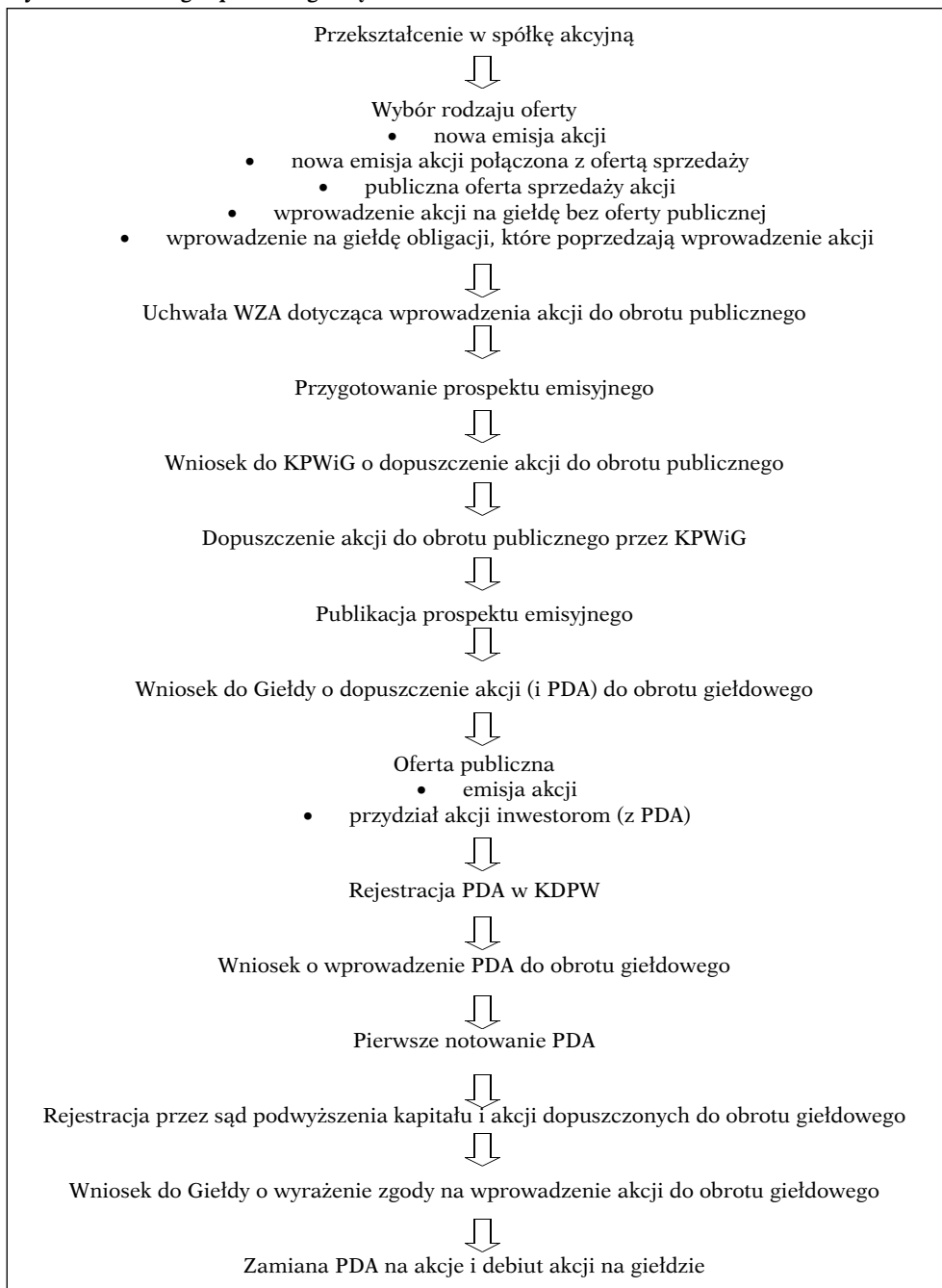
Po sporządzeniu prospektu emisyjnego następuje złożenie wniosku do KPWiG o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu publicznego. Jeśli decyzja tej instytucji okaże się pozytywna, dokonuje się opublikowania prospektu emisyjnego. Następnym etapem jest złożenie wniosku do Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie o wyrażenie zgody na dopuszczenie walorów do obrotu giełdowego. Jeśli wyrazi on zgodę, następuje oferta publiczna. Jej powodzenie uzależnione jest zarówno od dobrego sporządzenia prospektu emisyjnego, jak i skutecznej promocji. Promocja obejmuje nie tylko publikacje w środkach masowego przekazu, lecz również spotkania z inwestorami, dziennikarzami, czy analitykami. Mają one na celu przybliżenie im działalności spółki i przekonanie, iż warto w nią zainwestować.

Ważną rolę odgrywają także umowy o subemisję pozwalające na zagwarantowanie powodzenia całej emisji. W Polsce, stosownie do Ustawy²³¹, istnieją dwa rodzaje subemitentów, a mianowicie inwestycyjny i usługowy. Subemitent inwestycyjny to podmiot będący stroną umowy zawartej z emitentem albo wprowadzającym, w której zobowiązuje się on do nabycia, na własny rachunek, całości lub części papierów wartościowych oferowanych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej, na które nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania. Natomiast subemitent usługowy to podmiot będący stroną umowy zawartej z emitentem albo wprowadzającym, w której zobowiązuje się on do nabycia, na własny rachunek, całości lub części papierów wartościowych danej emisji, oferowanych wyłącznie jemu, w celu dalszego ich zbywania w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej. Decyzja o zawarciu umowy z subemitentem musi być wcześniej zaakceptowana przez WZA w formie stosownej uchwały, a fakt jej zawarcia podany do publicznej wiadomości. Subemisja generuje dodatkowe koszty emisji, ale z drugiej strony, ogranicza ryzyko, że nie będzie ona uplasowana. Koszty te uzależnione są od tego, jak jest w danym momencie koniunktura w gospodarce i na rynku, jak również od sytuacji finansowej i renomy danej spółki.

Najważniejszym etapem oferty publicznej jest subskrypcja akcji. Najbardziej korzystna sytuacja dla spółki jest wtedy, gdy przypada ona w czasie dobrej koniunktury panującej na rynku. Dlatego też często przedsiębiorstwa starają się jak najlepiej dostosować ten termin. Mają tu jednak pewne ograniczenia nakła-

²³¹ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2005, Nr 184, poz. 1539.

Rysunek 7.3. Droga spółki na giełdę



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: T. Stasiuk, *Droga spółki na giełdę*, Oficjalne Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Warszawa 2004, s. 19.

dane przez prawo²³². Otóż, spółka ma maksymalnie 6 miesięcy na zgłoszenie podwyższenia kapitału zakładowego do zarejestrowania przez sąd od momentu dopuszczenia akcji do obrotu publicznego przez KPWiG. Ponadto, subskrypcja nie może trwać dłużej niż 3 miesiące. Jeśli więc spółka nie rozpocznie subskrypcji w podanym terminie, uchwała Komisji dotycząca emisji traci obowiązującą moc i należy powtórzyć wszystkie czynności od początku. Elementem poprzedzającym subskrypcję jest tworzenie księgi popytu, w której emitent umieszcza zapisy odnośnie podmiotów chętnych do nabycia akcji wraz z ceną, po której są to skłonni uczynić.

Proces tworzenia księgi popytu polega na tym, że spółka podaje przedział cenowy, w ramach którego potencjalni inwestorzy mogą składać swoje oferty. Najczęściej zgłoszenie swojej oferty przez inwestora do księgi popytu zobowiązuje go do późniejszego zapisania się na akcje podczas subskrypcji. W przeciwnym przypadku niedoszły inwestor może zostać pociągnięty do odpowiedzialności cywilnej z tytułu szkody poniesionej przez emitenta.

Na podstawie księgi popytowej, jak również informacji zebranych podczas spotkań z potencjalnymi inwestorami, emitent określa cenę emisyjną. Publiczna subskrypcja, a po niej przydział akcji, może się odbywać na różnych zasadach. Najbardziej logiczne jest stosowanie redukcji w stosunku do liczby akcji, które chcą nabyć poszczególni inwestorzy. Inną metodą jest stosowanie zasady, kto pierwszy ten lepszy, ale nie daje ona dobrych efektów ze względu na brak równego dostępu wszystkich potencjalnych inwestorów do oferty. Możliwe jest również określenie przez spółki ceny minimalnej i akceptowanie tylko ofert zawierających taką lub wyższą cenę. Zdarza się również tak, że nabywcy otrzymują jedynie prawa do akcji, a nie same akcje i na pierwsze notowanie właściwych walorów czekają jeszcze przez jakiś czas (nawet kilka tygodni). Jeśli ma miejsce taka sytuacja, konieczne jest zarejestrowanie PDA w KDPW. Dopuszczenie ich do obrotu publicznego przez Komisję następuje wraz z wyrażeniem zgody dla akcji, natomiast konieczne jest dopuszczenie ich przez GPW do obrotu giełdowego. Po dopełnieniu tych formalności, odbywa się pierwsze notowanie praw do akcji, które jest przeprowadzane w tym samym systemie, w którym mają być notowane akcje danego emitenta. W dalszej kolejności następuje zarejestrowanie przez sąd podwyższenia kapitału, wprowadzenie akcji do obrotu giełdowego i wreszcie zamiana praw do akcji na walory. Praktyka wskazuje, że wycena PDA oraz akcji jest porównywalna, co oznacza, że debiut PDA w rzeczywistości oznacza wcześniejsze zaistnienie spółki na giełdzie.

²³² Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks Spółek Handlowych, Dz.U. 2000, Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.

7.3. Publiczne emisje w Polsce – tendencje rozwojowe

Polskie podmioty coraz bardziej doceniają możliwość finansowania się za pomocą emisji akcji²³³. Świadczy o tym wzrostowy trend od początku powstania GPW w Warszawie, dotyczący zarówno kapitalizacji giełdy, jak i liczby spółek na niej notowanych.

Kapitalizacja w pierwszym roku działalności wynosiła zaledwie 0,2 mld zł, podczas gdy na koniec 2005 roku było to aż 1542 razy więcej, czyli 308,4 mld zł. Na poziom kapitalizacji mają wpływ takie czynniki jak wprowadzanie i wycofywanie z obrotu spółek, jak również zmiany ich wartości. Jedynie w 2001 roku kapitalizacja zmniejszyła się w stosunku do roku poprzedniego, by już rok później ponownie powrócić do trendu wzrostowego. Przyczyna chwilowego spadku kapitalizacji w 2001 roku prawdopodobnie leżała w ogólnej koniunkturze na rynku akcji. Począwszy od drugiego kwartału 2000 roku aż do początku roku 2003 na rynku panowała bessza, co znalazło odzwierciedlenie w pewnym obniżeniu się kapitalizacji GPW. Jednakże można stwierdzić, iż był to jedynie okres przejściowy, po którym w 2004 oraz 2005 roku obserwujemy kolejne wzrosty. Jeśli natomiast chodzi o liczbę spółek notowanych na giełdzie, na pierwszej sesji w 1991 roku notowanych było zaledwie 5 spółek, tymczasem jak pokazano w tabeli 7.4, na koniec tego roku było to już 9 spółek. W kolejnych latach liczba ta wzrastała, by osiągnąć 230 w 2001 roku, po czym odnotowano niewielki spadek, by ponownie w 2004 roku powrócić do 230 spółek, a następnie w 2005 roku pobić ten rekord osiągając 255 spółek.

Tabela 7.4. Kapitalizacja GPW w Warszawie oraz liczba notowanych spółek w latach 1991-2005

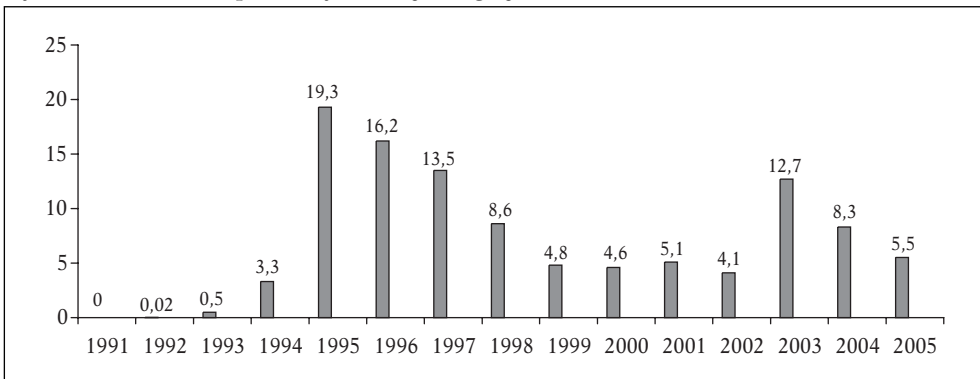
Rok	Kapitalizacja (mld PLN)	Liczba notowanych spółek
1991	0,2	9
1992	0,4	16
1993	5,8	22
1994	7,5	44
1995	11,3	65
1996	24	83
1997	43,8	143
1998	72,4	198
1999	123,4	221
2000	131	225
2001	103,4	230
2002	110,6	216
2003	167,7	203
2004	214,3	230
2005	308,4	255

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW.

²³³ Patrz szerzej: I. Pruchnicka-Grabias, *Pozycja GPW w Warszawie na tle pozostałych rynków kapitałowych Unii Europejskiej*, Nasz Rynek Kapitałowy nr 7/8/2005, s. 123-127.

Jeśli chodzi o rynek publicznych emisji obligacji w Polsce (rysunek 7.4), po gwałtownym wzroście w 1995 roku, wszedł w trend spadkowy, by ponownie gwałtownie wzrosnąć w 2003 roku i ponownie powrócić do trendu malejącego. Należy podkreślić, iż są to głównie obligacje skarbowe. Pierwsze publiczne notowanie obligacji korporacyjnych miało miejsce dopiero w 2001 roku. Natomiast pierwsze w Polsce obligacje zamienne na rynku publicznym pojawiły się w 2002 roku. Niestety, udział obligacji korporacyjnych w całym publicznym rynku obligacji jest znikomy.

Rysunek 7.4. Wartość publicznych emisji obligacji w latach 1991-2005 (w mld zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GPW.

Podsumowanie

Pomimo znaczącego wzrostu znaczenia finansowania polskich przedsiębiorstw poprzez publiczny rynek kapitałowy, nadal gros z nich obawia się wejścia na giełdę. Przyczyny leżą nie tylko w słabej sytuacji finansowej, lecz często również w nieuzasadnionych obawach przed zmianami i poszukiwaniem nowych sposobów pozyskiwania środków finansowych. Chociaż to właśnie zmiany są źródłem rozwoju podmiotów, to jednak świadomość menedżerów nie zawsze jest na tyle wysoka, by dążyli oni do wprowadzenia zarządzanej przez siebie spółki na giełdę. Z tego powodu wybierają tradycyjne źródła finansowania, jak: kredyt bankowy, kupiecki, czy leasing. Dlatego też Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie powinna w jeszcze bardziej widoczny sposób promować swoją działalność, by uświadomić potencjalnym emitentom, iż obecność na rynku publicznym to dodatkowa reklama i wzrost wiarygodności spółki w oczach kredytodawców, kontrahentów i klientów. Tym bardziej, że nadal jest ona rynkiem płytkim, a jeśli sytuacja ta nie ulegnie zmianie, to niewystarczająca podaż kapitału może zagrozić jej sprawnemu funkcjonowaniu w przyszłości. To z kolei nie pozostałoby bez wpływu na polską gospodarkę, a tym samym również na jej podmioty, a więc przedsiębiorstwa.

Rozdział 8

Pozagiełdowe instrumenty pochodne jako źródło finansowania przedsiębiorstw w okresie niekorzystnych wahań parametrów rynkowych

Paweł Niedziółka

8.1. Finansująca i stabilizująca funkcja instrumentów pochodnych

Instrument pochodny to instrument finansowy, który spełnia następujące wymogi:

- jego cena (wartość) zależy od ceny innego instrumentu, nazywanego instrumentem bazowym (niekoniecznie kasowego) w sposób pośredni (np. kontrakty indeksowe) lub bezpośredni,
- rozliczenie transakcji ma miejsce w terminie T+3 lub późniejszym w stosunku do daty zawarcia transakcji,
- potencjalna strata może przewyższać zainwestowany kapitał, co wynika z efektu dźwigni finansowej,
- wartość rozliczenia wynika z relacji pomiędzy ceną rozliczenia, określoną w dniu zawarcia transakcji, a rynkową ceną w terminie wskazanym w umowie.

Instrumenty pochodne, nazywane również derywatami, można podzielić na następujące kategorie (w zależności od instrumentu bazowego):

- finansowe, w tym:
 - walutowe,
 - procentowe i instrumentów dłużnych,
 - akcyjne i indeksowe,
 - kredytowe.
- towarowe, w tym:
 - rolnicze,
 - metali szlachetnych,

- innych metali,
- innych surowców (np. ropa naftowa, plastik, węgiel),
- inne, w tym między innymi pogodowe i katastroficzne.

Klasyczny podział motywów zawierania transakcji terminowych nakazuje wyróżnienie motywu:

- arbitrażowego,
- spekulacyjnego,
- zabezpieczającego.

Zarysowana powyżej klasyfikacja wiąże się z praktyczną trudnością odróżnienia motywu arbitrażowego i spekulacyjnego, gdyż na współczesnych rynkach finansowych właściwie nie ma możliwości realizacji zysku przewyższającego dochód z inwestycji w papiery skarbowe bez poniesienia dodatkowego ryzyka. Przyczyną tego zjawiska jest rozwój systemów informatycznych, rosnąca efektywność oraz instytucjonalna integracja rynków finansowych. Zatem zarówno w przypadku transakcji arbitrażowych, jak i spekulacyjnych, inwestor ponosi ryzyko rynkowe – różnica tkwić może w skali ww. ryzyka. Transakcje arbitrażowe to operacje wykorzystujące „nienaturalne” ukształtowanie się danej ceny w stosunku do innych cen (w tym przypadku zmiana jest niemal pewna)²³⁴, natomiast transakcje spekulacyjne wiążą się z oczekiwaniem zmian trendu (innymi słowy w przypadku arbitrażu zmiana kursu jest wypełnieniem powszechnych oczekiwań, zaś w przypadku udanej spekulacji wywołuje powszechne zaskoczenie).

Transakcje zabezpieczające zdecydowanie łatwiej odróżnić od dwóch wcześniej opisanych kategorii – w tym bowiem przypadku każdej transakcji terminowej winna odpowiadać przeciwna transakcja kasowa (każdy zysk na rynku terminowym równoważony jest stratą na rynku kasowym i odwrotnie).

Rozróżnienie derywatów ze względu na motyw transakcji jest odmienne w stosunku do klasyfikacji koncentrującej się wokół funkcji instrumentu pochodnego. W ramach tego podziału można wyróżnić funkcję:

- inwestycyjną (derywaty są szansą na ponadprzeciętne zyski),
- finansującą (instrumenty pochodne decydują o dopływie kapitału do przedsiębiorstwa, gdy sytuacja rynkowa w zakresie kursów walutowych, stóp procentowych, cen metali szlachetnych, itp. ukształtuje się niekorzystnie w stosunku do prognoz danego podmiotu),

²³⁴ Przykładem może być arbitraż przeprowadzony przez fundusz LTCM, zorientowany na zawężenie się „nienaturalnie” szerokiego (12 punktów bazowych) spreadu pomiędzy rentownością obligacji 30-letniej i 29,5-letniej – szerzej na ten temat w: Lusztyn M., *Historia funduszu Long-Term Capital Management*, Rynek Terminowy nr 2/03 (20), s. 43-49.

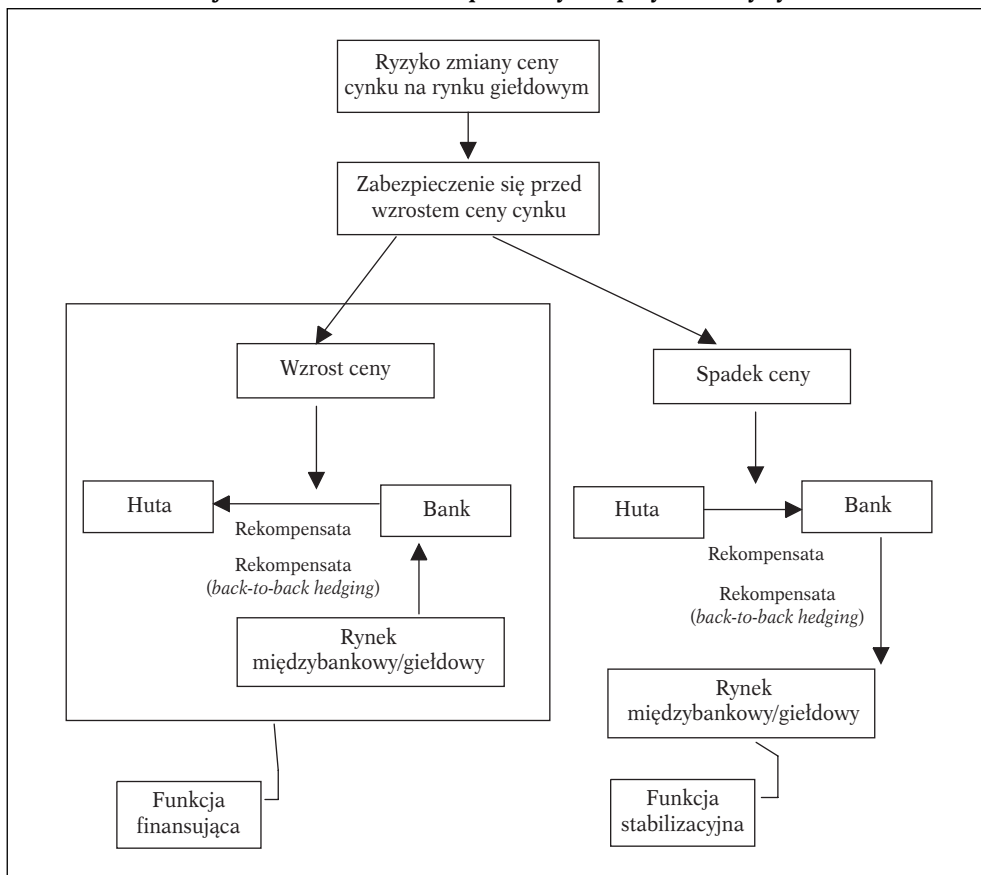
- stabilizującą (dzięki derywatom stabilizacji podlega *cash flow* i wynik netto przedsiębiorstwa, gdyż wszelkie straty na rynku kasowym równoważone są zyskami na rynku terminowym),
- informacyjną (ceny terminowe stanowią o oczekiwaniach odnośnie przyszłych cen kasowych).

Celem niniejszego rozdziału jest udowodnienie, że rynek instrumentów pochodnych to nie tylko miejsce dla ambitnych traderów, którzy dzięki efektowi dźwigni finansowej osiągają gigantyczną stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału (lub doprowadzają macierzyste banki/przedsiębiorstwa do bankructwa jak np. Nick Leeson, który stratą na poziomie ok. 800 mln GBP doprowadził do upadku 232-letni Bank Barings), ale również szansa dla przedsiębiorstw, chcących uodpornić swój *cash flow* i rachunek wyników od wahań kursów walutowych, stóp procentowych i cen surowców.

Instrumenty pochodne zapewniają dopływ finansowania do przedsiębiorstw wtedy, gdy znajdują się one w trudnej sytuacji, związanej z niekorzystnym ukształtowaniem się parametrów rynkowych. Należy jednocześnie dodać, że derywaty nie stanowią antidotum na trwały niekorzystny trend cenowy, gdyż rynek terminowy pomimo wielu przejawów niezależności, nie pozostaje bez wpływu ze strony aktualnych tendencji na rynku kasowym i oczekiwań w tym zakresie. Jeśli zatem kurs walutowy lub cena surowca ukształtują się na poziomie, który nie zapewnia rentowności prowadzonej działalności, przedsiębiorstwo musi wypracować program restrukturyzacyjny, przystosowujący je do działań w nowych uwarunkowaniach. O ile zatem w krótkim terminie transakcje terminowe dostosowują *cash flow* i wynik netto do obserwowanych w poprzednim okresie, o tyle w długim okresie ich wpływ może się okazać marginalny, jeśli nie nastąpią głębokie zmiany strukturalne w przedsiębiorstwie.

Funkcji finansującej instrumentów pochodnych nie sposób analizować bez funkcji stabilizującej, która ma szerszy wymiar, gdyż obejmuje nie tylko przypadki finansowania przedsiębiorstwa zabezpieczającego się w sytuacji niekorzystnej koniunktury rynkowej, ale także zdarzenia przeciwne (korzystna koniunktura i powstanie zobowiązań w stosunku do instytucji finansowej, gwarantującej zabezpieczenie) – wówczas następuje odpływ kapitału z przedsiębiorstwa, który w sytuacji niedostosowania w zakresie przepływów pieniężnych może oznaczać konieczność konwersji należności pozabilansowej banku w krótkoterminowy kredyt (gdy klient nie jest w stanie pokryć w sposób jednorazowy zobowiązania z tytułu negatywnej wyceny pozycji).

Derywaty pełnią również funkcję informacyjną, świadcząc o oczekiwanych cenach kasowych (w przypadku braku *contango/normal backwardation*). Są zatem „forpocztą” zmian relacji cenowych, przygotowując przedsiębiorstwa na wspomniane zmiany.

Schemat 8.1. Funkcjonalność instrumentów pochodnych – przykład huty cynku w Polsce

Źródło: Opracowanie własne.

Jak widać na schemacie 8.1, funkcja stabilizująca ma szerszy zasięg, zawierając w sobie funkcję finansującą. Zatem można stwierdzić, że derywaty zawsze stabilizują przepływy finansowe w przedsiębiorstwie (funkcja stabilizująca), nie zawsze jednak powodując zasilenie przedsiębiorstwa w środki pieniężne (funkcja finansująca). Obrazuje to przykład 1.

Przykład 1

Funkcję finansującą instrumentów pochodnych trzeba rozumieć również od strony banku – instytucji dostarczającej przedsiębiorstwu środków w formie rozliczenia transakcji terminowej, co pokrywa straty na rynku kasowym. O tym, że banki traktują zaangażowanie w instrumenty pochodne jako potencjalną formę finansowania przedsiębiorstwa, można przekonać się, analizując sposób kalkulacji łącznego zaangażowania banku w dany podmiot lub grupę eko-

onomiczną (zgodnie z art. 71 Prawa bankowego), uwzględniający limit na transakcje terminowe (lub wartość wyceny pozycji). Banki bowiem biorą pod uwagę możliwość konwersji należności z tytułu wyceny derywatów w kredyt bankowy, jeśli klient nie będzie posiadał wystarczających środków. W tym sensie zaangażowanie banku z tytułu zawartych transakcji terminowych jest takim samym zaangażowaniem, jak: kredyt, pożyczka, gwarancja czy zakup obligacji.

Ryzyko ponoszone przez przedsiębiorstwo	Wzrost kursu walutowego EUR/PLN
Aktualny kurs EUR/PLN	3,9000
Terminowy kurs EUR/PLN (1M)	3,9000
A. Kurs kasowy w dacie wygaśnięcia transakcji terminowej	4,0000
Zysk na transakcji terminowej	+ 0,1000
Strata na rynku kasowym	-0,1000
Netto zysk/strata	0,0000 (kurs rozliczenia na poziomie 3,9000)
A. Kurs kasowy w dacie wygaśnięcia transakcji terminowej	3,8000
Strata na transakcji terminowej	- 0,1000
Zysk na rynku kasowym	+ 0,1000
Netto zysk/strata	0,0000 (kurs rozliczenia na poziomie 3,9000)

Funkcja stabilizująca Cash Flow

Funkcja finansująca

Źródło: Opracowanie własne.

8.2. Pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych w Polsce – segment klientowski

Rynek instrumentów pochodnych w Polsce, podobnie jak we wszystkich rozwiniętych gospodarkach, składa się z dwóch podstawowych segmentów: giełdowego i pozagiełdowego. Różnice między wyżej wymienionymi formami obrotu we współczesnej gospodarce stają się coraz mniej znaczące. Wynika to z konkurencji między ww. rynkami i co za tym idzie z transferu rozwiązań, stanowiących o historycznej przewadze danego segmentu, do segmentu konkurencyjnego. Proces ten ma charakter dwukierunkowy. Z jednej bowiem strony, mamy do czynienia z działaniami na rzecz standaryzacji (zwłaszcza w zakresie dokumentacji) transakcji pozagiełdowych i poszerzania zakresu zadań izb rozliczeniowych o gwarancje dla instrumentów OTC, z drugiej zaś strony, coraz częściej przedmiotem obrotu giełdowego stają się derywaty o charakterystyce zindywidualizowanej²³⁵.

²³⁵ Np. na BM&F (Bolsa de Mercadrias & Futuros) dzienny obrót swapami i długoterminowymi opcjami FLEX wynosił w 2001 roku (pierwszy rok obrotu) 40 tys. kontraktów i stanowił 12% wolumenu transakcji. Instrumenty pozagiełdowe oferuje także londyńska LIFFE – szerzej na ten temat w: P. Niedziółka, *Terminowe giełdy finansowe. Tendencje rozwoju*, Prawo i Gospodarka nr 88 (1310) z 15.04.2002.

Podstawowe instrumenty pochodne dostępne na polskim rynku pozagiełdowym prezentuje tabela 8.1.

Tabela 8.1. Pozagiełdowe instrumenty pochodne na polskim rynku²³⁶

Ochrona przed ryzykiem zmian kursu walutowego	Ochrona przed ryzykiem zmian stopy procentowej
Forward dostawny	FRA
NDF (Forward niedostawny)	Swap IRS
Opcja walutowa	Opcja procentowa
Swap walutowy	Opcja FLOOR
Strategia korytarzowa	
Opcja barierowa	
Opcja terminowa	Opcja CAP
TURBO forward	COLLAR
Average Rate Forward	
Swap CCIRS	

Źródło: Opracowanie własne.

Polski pozagiełdowy rynek instrumentów pochodnych, podobnie jak rynek OTC w innych krajach, podlega podziałowi na:

- segment międzybankowy,
- segment klientowski.

Rynek pozagiełdowy to właściwie wyłącznie segment walutowy i procentowy (udział innych transakcji jest na tyle marginalny, że nie są nawet ujmowane w oficjalnych statystykach).

Transakcje pochodne na pozagiełdowym rynku walutowym obejmują operacje, dla których parę walutową stanowią dwie waluty obce lub waluta obca i złoty. Segment klientowski (transakcje między bankami i ich klientami korporacyjnymi) jest ok. 20-krotnie mniejszy od segmentu międzybankowego. W tym przypadku dominują transakcje z rezydentami, które stanowią ok. 98% wszystkich walutowych operacji terminowych pomiędzy bankami i ich klientami korporacyjnymi. Wielkość rynku klientowskiego w 2004 roku zwiększyła się o ok. 60%, osiągając poziom 438 mld zł²³⁷.

²³⁶ W praktyce stosowane są również inne konstrukcje, jednakże ich udział w rynku jest znikomy i ze względu na fakt, iż kreowane są na zasadzie „tailor made”, trudno mówić o ich płynności – szerzej na temat zastosowania poszczególnych instrumentów w: J. Zając, *Instrumenty pochodne stóp procentowych i kursu walutowego w praktyce*, wyd. III rozszerzone i uaktualnione, LIBER, Warszawa 2002, oraz np. w: M. Poczo-but, *Przykłady efektywnych strategii zabezpieczających przed ryzykiem kursowym dla przedsiębiorstw*, Rynek Terminowy nr 1/05 (27), s. 9-14.

²³⁷ Na podstawie okresowych raportów sporządzanych przez Departament Operacji Krajowych, Wydział Monitorowania i Kontroli Obrotu Papierami Wartościowymi NBP w oparciu o dane uzyskane od 19 banków, sprawozdawczości opracowywanej na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 5 listopada 2001 r. w sprawie określenia obowiązków sprawozdawczych w zakresie obrotu papierami wartościowymi emitowanymi przez Skarb Państwa oraz danych pochodzących z KDPW.

Tabela 8.2. Klientowski rynek pozagiełdowych walutowych instrumentów pochodnych w Polsce w latach 2003-2004 (dane w mln zł)

	ROK 2004	ROK 2003	Zmiana
Rezydent	429 351	270 626	59%
Nierezydent	8 601	2 405	258%
Razem	437 952	273 031	60%
Udział Rezydent	98,0%	99,1%	
Udział Nierezydent	2,0%	0,9%	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie okresowych raportów sporządzanych przez Departament Operacji Krajowych, Wydział Monitorowania i Kontroli Obrotu Papierami Wartościowymi NBP w oparciu o dane uzyskane od 16 banków, sprawozdawczości opracowywanej na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 5 listopada 2001 r. w sprawie określenia obowiązków sprawozdawczych w zakresie obrotu papierami wartościowymi emitowanymi przez Skarb Państwa oraz danych pochodzących z KDPW.

Najbardziej płynnym instrumentem na pozagiełdowym rynku instrumentów walutowych jest swap walutowy (obróć swapami stanowi ponad 90% łącznego obrotu walutowymi derywatami pozagiełdowymi w Polsce). Przyczyną jest w tym przypadku zaangażowanie się nierezydentów, zabezpieczających swoje portfele polskich papierów dłużnych. Najmniej płynny jest segment transakcji *outright forward*, wykorzystywany głównie przez podmioty niefinansowe w celach zabezpieczających. Szczególnie preferowanym przez przedsiębiorstwa instrumentem (a rzadko wykorzystywanym w celach zabezpieczających przez banki) jest NDF (*Non-Deliverable Forward*)²³⁸.

Estymacja wielkości segmentu klientowskiego, współtworzącego z rynkiem międzybankowym, pozagiełdowy rynek instrumentów procentowych, jest znacznie utrudniona ze względu na fakt, że statystyki miesięczne NBP nie ujawniają ww. rozbicia. Pomocne w tym zakresie mogą okazać się dane, przekazywane przez NBP do Banku Rozrachunków Międzynarodowych w ramach projektu *Triennial Central Bank Survey on Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity*. Na podstawie wyżej wymienionego raportu, opisującego strukturę pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych w kwietniu 2004 roku można określić udział transakcji między bankami i ich klientami korporacyjnymi w łącznej wartości pozagiełdowych derywatów procentowych. Ów udział jest następnie wykorzystywany do oszacowania wielkości obrotów w latach 2003 i 2004. Kalkulacje dokonywane zgodnie z powyżej opisanymi zasadami wskazują, że łączna wartość transakcji terminowych z wykorzystaniem derywatów procentowych na polskim rynku (segment klientowski) wyniosła w 2004 roku ok. 22,49 mld zł, co oznacza 4,5% wzrost w stosunku do 2003 roku.

Na pozagiełdowym rynku derywatów procentowych zauważalne były następujące tendencje²³⁹:

²³⁸ Wyniki badania obrotów w kwietniu 2004 r. na krajowym rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych, Departament Systemu Finansowego w NBP, Warszawa 28.09.2004 r., www.nbp.pl, dane z 30.10.2005 r.

²³⁹ Ibidem.

- oczekiwanie spadku krótkoterminowych stóp procentowych skutkowało, z jednej strony, redukcją zaangażowania z tytułu długich pozycji w transakcjach FRA (pozycja długa gwarantuje kredytobiorcy stałą stopę procentową, zabezpieczając go przed wzrostem rynkowych stóp procentowych), z drugiej zaś strony, wzrostem wartości pozycji krótkich (łącznie o 10,99%);
- oczekiwania odnośnie przyszłego kształtowania się krzywej dochodowości są rozbieżne – wartość pozycji krótkich i długich wzrosła w obu przypadkach nieomal w takim samym stopniu (ponad 2-krotnie);
- w przypadku swapów procentowych znacząco wzrosło znaczenie transakcji z rezydentami, z którymi zawarto w 2004 roku ok. połowę transakcji (w 2003 roku mniej niż 30%);
- rynek w dalszym ciągu zdominowany jest przez krótkoterminowe transakcje z jednorazowym rozliczeniem (FRA), choć udział swapów systematycznie rośnie (na koniec kwietnia 2004 roku do poziomu ok. 28%);
- wysoki i rosnący udział transakcji z nierezydentami (ok. 67% obrotów);
- dominują transakcje w zł (ok. 80%).

Udział transakcji o okresie ważności powyżej 1 roku jest wciąż niski (w kwietniu 2004 roku w przypadku forwardów – ok. 0,4%, zaś dla swapów 0,7%).

Najsłabiej rozwiniętym segmentem pozagiełdowego rynku derywatów w Polsce jest rynek opcji procentowych – właściwie żaden bank nie prowadzi portfela tych instrumentów, jedynie 2-4 instytucje regularnie kwotują tego typu opcje klientom niebankowym, prawie zawsze zabezpieczając pozycję na zasadzie *back-to-back hedging*²⁴⁰. Dominują instrumenty proste, udział nieco bardziej skomplikowanych (np. opcje cap i floor) jest symboliczny²⁴¹. Płynność pozostałych segmentów ulega systematycznej poprawie i zawieranie tych transakcji nie wiąże się z większymi problemami.

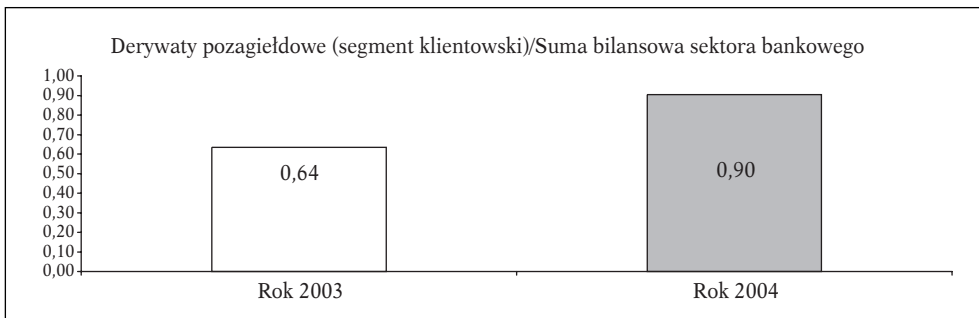
O rozwoju polskiego rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych można wnioskować stosując wskaźnik łączna wartość pozagiełdowych transakcji terminowych/suma bilansowa, co przedstawiono na rysunku 8.1²⁴².

²⁴⁰ P. Sobolewski, *Rozwój rynku walutowego i instrumentów pochodnych*, Rynek Terminowy nr 2/05 (28), s. 52 oraz *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2004 r. na krajowym rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych*, Departament Systemu Finansowego w NBP, Warszawa 28.09.2004, www.nbp.pl, dane z dnia 30.10.2005 r.

²⁴¹ Udział opcji cap i floor w portfelach banków w 2004 roku wyniósł zaledwie 0,3% (rok wcześniej 0,2%) – por. *Sytuacja finansowa banków w 2004 roku. Synteza*, NBP, Warszawa, maj 2005, s. 52.

²⁴² Zbliżone badanie zostało przeprowadzone w 1994 roku przez M.R. Darby'ego (wówczas autor postawił i udowodnił tezę, że wielkość zaangażowania na rynku terminowym nie jest proporcjonalna do wielkości sumy bilansowej banku – zaangażowanie dużych banków (suma bilansowa powyżej 5 mld USD) na rynku terminowym w 1993 roku wyniosło prawie 17-krotność ich sumy bilansowej, podczas, gdy w przypadku małych banków (suma bilansowa do 1 mld USD) ww. zaangażowanie było zbliżone do sumy bilansowej. Zaangażowanie na rynku terminowym w badanym okresie (1985-1993) przyrastało w każdym segmencie bankowości amerykańskiej.

Rysunek 8.1. Rozwój pozagiełdowego rynku derywatów w Polsce (segment klientowski) w latach 2003-2004



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Sytuacja finansowa banków w 2004 roku. Synteza*, NBP, Warszawa 2005, s. 42 oraz okresowych raportów sporządzanych przez Departament Operacji Krajowych, Wydział Monitorowania i Kontroli Obrotu Papierami Wartościowymi NBP w oparciu o dane uzyskane od 19 banków, sprawozdawczości opracowywanej na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 5 listopada 2001 r. w sprawie określenia obowiązków sprawozdawczych w zakresie obrotu papierami wartościowymi emitowanymi przez Skarb Państwa oraz danych pochodzących z KDPW.

8.3. Współpraca między bankiem i przedsiębiorstwem na pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych w Polsce

Współpraca między bankiem i klientem korporacyjnym w zakresie operacji skarbowych (transakcje kasowe i terminowe) opiera się zazwyczaj na dokumentacji, przygotowanej zgodnie ze standardami ISDA²⁴³. Dokumentacja podpisywana jest w przy-

kańskiej w większym stopniu niż suma bilansowa – szerzej na ten temat w: Darby M.R., *Over-The-Counter derivatives and systematic risk to the global financial system*, Working Paper No. 4801, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 1994 r. Wyczerpania odzwierciedlone na Rys. 8.1 przeprowadzono w oparciu o następujące założenia:

- Uwzględniono dane z 16 banków raportujących, co stanowi ok. 99% obrotów na pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych;
- Rejestrowane są transakcje, w których przynajmniej jedną stroną jest rezydent (tzn. nie uwzględnia się transakcji *off-shore*, denominowanych w złotym);
- Ujmowane są obroty brutto (tzn. wg wartości nominalnej, rejestrowane dwustronnie);
- Przedmiotem analizy są łącznie pozycje długie i krótkie, wynikające z transakcji banków z podmiotami niefinansowymi (walutowe i procentowe instrumenty pochodne);
- Przyjęto sumę bilansową sektora banków komercyjnych, uznając, że banki spółdzielcze w znikomy sposób korzystają z derywatów (na tle całego sektora bankowego);
- Wielkości transakcji przeliczane są wg kursu z dnia transakcji lub (jeśli nie jest znana dokładna data zawarcia transakcji) według średniego kursu miesięcznego.

²⁴³ ISDA – *The International Swaps and Derivatives Association* – organizacja o zasięgu globalnym reprezentująca interesy uczestników pozagiełdowego rynku instrumentów pochodnych. ISDA powstała w 1985 roku, obecnie liczy 670 członków z 47 krajów – por. www.isda.org. W niektórych przypadkach (zazwyczaj klienci dobrze znani bankowi, o dobrej sytuacji ekonomiczno-finansowej) możliwa jest współpraca bez pakietu ISDA. Szerzej na temat uregulowań prawnych, których przedmiotem są instrumenty pochodne w: A. Borowski, *Konstrukcja i charakter prawny umów dotyczących instrumentów pochodnych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2005.

padku, gdy współpraca obejmować ma transakcje generujące podwyższone ryzyko kredytowe (tzn. takie transakcje, których negatywna z punktu widzenia przedsiębiorstwa wycena jest wysoce prawdopodobna). Są to zarówno derywaty typu *plan vanilla* o relatywnie długich okresach do terminu wygaśnięcia (powyżej roku) i względnie wysokich wartościach nominalnych, jak również produkty o bardziej złożonym profilu ryzyka rynkowego. W przypadku opcji bank ponosi ryzyko kredytowe jedynie wtedy, gdy je nabywa, dlatego klient kupujący opcję od banku nie ma obowiązku podpisywania dokumentacji ISDA (jego całkowite zobowiązanie ogranicza się do premii opcyjnej, płaconej *up-front*).

Ryzyko kredytowe w transakcjach skarbowych wiąże się z możliwością utraty przez klienta banku zdolności do uregulowania zobowiązań z tytułu zajmowanej w stosunku do banku pozycji, wynikającej z portfela transakcji kasowych i terminowych²⁴⁴.

Standardy ISDA systematycznie wypierają dokumentację w postaci umów na poszczególne produkty. Dokumentacja wzorowana na standardach ISDA obejmuje²⁴⁵:

- umowę ramową (*Master Agreement*),
- opis transakcji (*Transaction Description*),
- umowę dodatkową (*Schedule*),
- umowę zabezpieczeń (*Security Agreement, Collateral Agreement*),
- potwierdzenie zawarcia transakcji (*Confirmation*).

Banki, zawierając transakcje terminowe z klientami korporacyjnymi stosują różnego rodzaju mechanizmy zabezpieczające²⁴⁶:

- *indentures* – ograniczenia w podejmowaniu określonych działań lub/i zobowiązania do ich podjęcia,
- MTM (M2M) – *marking-to-market* – transakcja jest okresowo wyceniana, jeśli z punktu widzenia inwestora MTM jest ujemne, bank wymaga zdeponowania tej kwoty na wyodrębnionym, oprocentowanym rachunku. Możliwe jest wynegocjowanie warunków, określającego minimalny poziom MTM, po przekroczeniu którego inwestor jest wezwany do wniesienia środków,
- *reset swap* – MTM jest na bieżąco korygowany (zarówno ujemny, jak i dodatni), a przepływy są nieodwracalne (nie jest to depozyt),
- zabezpieczenie rzeczowe i/lub osobiste.

²⁴⁴ Por. np. P. Niedziółka, *Zarządzanie ryzykiem kredytowym na rynku wtórnym – analiza porównawcza wybranych metod oraz perspektywy ich rozwoju w Polsce*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy nr 46, SGH, Warszawa 2004, s. 43.

²⁴⁵ Por. J. Zając, op. cit., s. 304-305. Niekiedy uzupełnieniem ISDA są tzw. *Terms of Business* – por. T. Szeląg, M. Mostowy, *Organizacja służb odpowiedzialnych za proces zarządzania ryzykiem rynkowym*, Rynek Terminowy nr 2/05 (28), s. 10.

²⁴⁶ Por. P. Woliński, *Emisja euroobligacji – zabezpieczanie ryzyka*, Rynek Terminowy nr 3/01 (13), s. 47.

Zabezpieczenie może przyjąć następującą formę:

- zabezpieczenie prawne,
- zabezpieczenie stałe (w formie kaucji zgodnie z art. 102 Prawa bankowego lub w postaci zabezpieczenia rzeczowego – np. zastaw na akcjach, albo osobistego – np. poręczenie)²⁴⁷,
- zabezpieczenie zmienne w postaci kaucji zgodnie z art. 102 Prawa bankowego.

Najczęściej stosowanym rozwiązaniem jest połączenie zabezpieczenia prawnego (oświadczenie o poddaniu się egzekucji, pełnomocnictwo do rachunku, weksel własny *in blanco*) z zabezpieczeniem zmiennym (tzn. aktywującym się dopiero po przekroczeniu przez przedsiębiorstwo określonej kwoty zobowiązania w stosunku do banku, która definiowana jest jako kwota progowa).

8.4. Potencjalna konwersja instrumentu pozabilansowego w produkt kredytowy – zaangażowanie banku z tytułu derywatów jako składnik portfela finansującego przedsiębiorstwo²⁴⁸

Banki oferując przedsiębiorstwu instrumenty pochodne, muszą określić ryzyko związane z tymi operacjami. O ile ryzyko rynkowe jest minimalizowane poprzez *back-to-back hedging*²⁴⁹, o tyle kwestią otwartą pozostaje ryzyko kredytowe, którego występowanie skutkuje doliczeniem zaangażowania na rynku terminowym do łącznej ekspozycji wobec klienta i jego grupy kapitałowej. W tym miejscu rodzi się pytanie: w jaki sposób określać wielkość tego zaangażowania, skoro strata w wysokości kwoty nominalnej transakcji jest raczej mało prawdopodobna.

Współpraca pomiędzy bankiem i klientem odbywa się w oparciu o limit skarbowy (niekiedy ulegający rozbiciu na limit kasowy i terminowy). Kwota limitu skarbowego jest podstawą:

- określenia zaangażowania banku na rynku spot (w celu dokonywania przewalutowań),
- wyznaczenia wartości nominalnej poszczególnych transakcji terminowych (*Notional Value*).

²⁴⁷ Wartość zabezpieczenia rzeczowego i osobistego przeliczana jest na ekwiwalent pieniężny.

²⁴⁸ Podrozdział napisany na podstawie: P. Niedziółka, *Metody zarządzania ryzykiem kredytowym na pozagieldowym rynku instrumentów pochodnych w Polsce*, [w:] *Rynki kapitałowe*, W. Bień (red.), opracowanie z serii „Bankowość, finanse, ubezpieczenia, rynki kapitałowe w dobie integrującej się Europy”, Monografie i Opracowania, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005, s. 231-240.

²⁴⁹ Np. w przypadku krótkich pozycji opcyjnych alternatywą jest delta hedging – szerzej na ten temat w: I. Pruchnicka-Grabias, *Hedging krótkich pozycji opcyjnych na polskim rynku walutowym*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH nr 50, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2004, s. 64-73.

Limit konwertowany jest na wartość nominalną transakcji terminowych zgodnie z zasadą:

$$KN = \frac{A}{WR_1} + \frac{B}{WR_2} + \frac{C}{WR_3} + \dots + \frac{X}{WR_x}$$

gdzie:

KN – suma kwot nominalnych transakcji terminowych,

$WR_{1,2,3,\dots,x}$ – waga ryzyka dla produktów 1,2,3,...,x,

$A + B + C + \dots + X$ = limit skarbowy.

Przykład 2

Limit skarbowy wynosi 10 000 000 zł, zaś wagi dla poszczególnych produktów przedstawiono w tabeli (dotyczy przypadku, gdy nie zawarto z klientem umowy zabezpieczającej)²⁵⁰:

Tabela 8.3. Rodzaj produktu bankowego a wartość dopuszczalnego zaangażowania (jako kwota wartości nominalnej)

Produkt	Waga	Maksymalna wartość nominalna
FX spot, FX forward, opcja walutowa, Cross Currency Swap (kupno przez bank, FX swap – do 3 miesięcy)	10%	100 000 000 zł
FRA, IRS, opcja procentowa (zakup przez bank)	5%	200 000 000 zł
FX forward, opcja walutowa (kupno przez bank), FX swap – od 3 do 6 miesięcy	15%	66 666 666 zł
FX forward, opcja walutowa (kupno przez bank), FX swap – powyżej 6 miesięcy	20%	50 000 000 zł

Źródło: Opracowanie własne na podstawie standardu umowy ramowej oraz wewnętrznych regulaminów 3 spośród 10 największych banków w Polsce.

Limit skarbowy, wyznaczony indywidualnie dla klienta, może mieć szersze zastosowanie. W niektórych bankach w Polsce jest on utylizowany w dwojaki sposób:

- poprzez kwoty, będące iloczynem kwoty nominalnej transakcji i mnożnika oraz (dodatkowo)
- poprzez wartość negatywną z punktu widzenia klienta wyceny jego pozycji względem banku.

Zdefiniowany w powyższy sposób limit jest równocześnie kwotą, z której bezpośrednio wynika kwota ryzyka kredytowego, ponoszonego przez bank.

Innym rozwiązaniem, bardziej liberalnym szczególnie w przypadku transakcji średnio- i długoterminowych, jest monitoring ryzyka kredytowego w transakcjach skarbowych

²⁵⁰ W przypadku zawarcia umowy zabezpieczającej stosuje się tylko 2 wagi ryzyka (5% dla derywatów procentowych i 10% dla walutowych instrumentów pochodnych).

poprzez wykorzystanie w tym celu tzw. kwoty progowej, zwanej również kwotą graniczną (*threshold amount*), która określa maksymalny poziom negatywnej z punktu widzenia klienta wyceny portfela transakcji skarbowych (łącznie poziom zobowiązań klienta z tytułu transakcji skarbowych), który nie wymaga zabezpieczenia. Jeśli negatywna wycena przekroczy poziom kwoty progowej, aby kontynuować współpracę z bankiem, klient powinien na koniec miesiąca (lub innego ustalonego okresu) wpłacić depozyt w formie kaucji w wysokości różnicy między negatywną wyceną pozycji klienta a kwotą progową. W warunkach wysokiej zmienności rynku i/lub znaczącej wrażliwości zajmowanej przez klienta pozycji może nastąpić istotne i względnie szybkie przekroczenie kwoty progowej. Oczekiwanie do końca miesiąca mogłoby zwielfokrotnie stratę klienta i narazić bank na ryzyko odzyskania należnej kwoty (zdolność kredytowa została oszacowana na poziomie 150%-200% kwoty progowej). Z tego powodu stosuje się przyspieszone wezwanie, gdy wartość zobowiązania klienta przekroczy 120% kwoty progowej. Jeśli zdolność kredytowa została oszacowana na 150% (200%) kwoty progowej, to wezwanie przy przekroczeniu kwoty progowej jedynie o 20% zabezpiecza bank przed skutkami dodatkowego zwiększenia zobowiązania od daty wezwania do dnia wpłaty depozytu. Poziom 150% (200%) kwoty progowej uznawany jako kwota, którą klient jest w stanie obsłużyć z bieżących przepływów operacyjnych, jest zatem na tyle wysoka w stosunku do kwoty, po osiągnięciu której następuje wezwanie (120%), że w praktyce zobowiązanie klienta nigdy nie osiąga kwoty obciążonej ryzykiem (wskazującej na zdolność kredytową). Jeśli klient wpłaci kaucję na zabezpieczenie zwiększenia zobowiązania ponad wartość kwoty progowej, każde następne przekroczenie kwoty progowej o 20% wymaga wniesienia dodatkowej kaucji.

Wysokość kwoty progowej zależy od 2 czynników:

- limitu skarbowego,
- mnożnika, wynikającego z ratingu wewnętrznego i/lub zewnętrznego klienta (im lepszy rating, tym wyższa waga).

Kwota progowa to iloczyn limitu skarbowego i mnożnika.

Przykład 3

Tabela 8.4. Waga ryzyka a rating

Klasa ryzyka (Rating)	Waga	Zdolność kredytowa
I	40%	Wysoka
II	35%	
III	30%	
IV	25%	Akceptowalna
V	20%	
VI	15%	
VII	10%	Niska
VIII	5%	
		Brak

Źródło: Opracowanie własne.

Limit skarbowy wynosi 10 000 000 zł, zaś mnożniki przypisane poszczególnym ratingom są przedstawione w tabeli 8.4 (wagi hipotetyczne).

Zatem kwoty progowe dla limitu 10 000 000 zł w zależności od ratingu klienta będą następujące:

Tabela 8.5. Ocena ratingowa a kwota progora

Rating	Waga	Kwota progora
I	40%	4 000 000 zł
II	35%	3 500 000 zł
III	30%	3 000 000 zł
IV	25%	2 500 000 zł
V	20%	2 000 000 zł
VI	15%	1 500 000 zł
VII	10%	1 000 000 zł
VIII	5%	500 000 zł

Źródło: Opracowanie własne.

Często spotykanym podejściem jest jednoczesne ustalanie limitu skarbowego lub kwoty progowej (w zależności od tego, która konstrukcja odpowiada kwocie ryzyka kredytowego) oraz linii kredytowej, która stanie się w przyszłości źródłem finansowania ewentualnego zobowiązania klienta z tytułu portfela transakcji skarbowych²⁵¹.

Odrębną kwestią jest ustalanie limitów na datę waluty spot i transakcji terminowych (niezależnie od wartości wyceny). Rozwiązania są w tym przypadku dwojakie²⁵²:

- brak limitu z zastrzeżeniem, że transakcja będzie zrealizowana jedynie wtedy, gdy klient zdeponuje na rachunku niezbędną kwotę środków,
- limity pozycyjne.

Alternatywą dla systemu zarządzania ryzykiem kredytowym w transakcjach skarbowych, opartego na kwocie progowej i limicie skarbowym, jest model uproszczony zakładający stały depozyt zabezpieczający, niezależny od wartości wyceny. W przypadku transakcji procentowych depozyt zabezpieczający wynosi 3%, zaś dla walutowych (w zależności od produktu) fluktuuje w przedziale 3%-9%.

Ryzyko kredytowe to obok ryzyka rynkowego podstawowe ryzyko, związane z oferowaniem produktów skarbowych (zwłaszcza instrumentów pochodnych). O ile ryzyko rynkowe może być ograniczone przez bank dzięki „domknięciu” pozycji poprzez przeciwną transakcję z innym bankiem, o tyle problemem pozostaje ry-

²⁵¹ J. Zając, op. cit., s. 275.

²⁵² Ibidem, s. 275.

zyko kredytowe. Nawet największy zysk zrealizowany przez bank na operacjach skarbowych nie przynosi instytucji finansowej realnej korzyści, jeśli klient nie wywiąże się ze swoich zobowiązań. W takich bowiem przypadkach bardzo często zobowiązanie z tytułu pozycji w operacjach skarbowych konwertowane jest przez bank na kredyt.

Podejście zaproponowane w niniejszym badaniu (związane z kwotą progową), a stosowane już przez większość banków w Polsce, posiada następujące zalety:

- wnoszone zabezpieczenie zależne jest od ryzyka kredytowego klienta (im lepszy standing klienta, tym mniejsze wymagane zabezpieczenie),
- poziom wymaganego zabezpieczenia zależny jest od zmienności rynku oraz profilu ryzyka portfela transakcji skarbowych,
- punktem wyjścia dla określenia wartości nominalnych produktów skarbowych jest ocena zdolności kredytowej klienta, której efektem jest wyznaczenie kwoty progowej, będącej odpowiednikiem VaR,
- mechanizm oparty na kwocie progowej umożliwia wprowadzenie szeregu elementów, determinujących wielkość limitu (np. okres transakcji, jej charakter (spot czy forward) oraz rodzaj),
- z punktu widzenia klienta system oparty na kwocie progowej i limicie skarbowym może okazać się tańszy (do momentu, gdy negatywna wycena nie osiągnie poziomu kwoty progowej klient nie jest wzywany do wniesienia depozytu zabezpieczającego, o ile nie zażądano zabezpieczenia stałego).

Jednocześnie nie można zapominać również o barierach rozwoju podejścia wiążącego zakres transakcji skarbowych z kondycją ekonomiczno-finansową klienta. Należą do nich:

- trudności z implementacją, związane z niedostosowaniem systemów informatycznych,
- brak systemu ratingów wewnętrznych,
- problemy z konwersją limitów na operacje skarbowe, wyznaczonych w oparciu o inne kryteria (np. stałe współczynniki konwersji, niezależne od ratingu) na nowe limity (ograniczenie limitów w wyniku takiej konwersji mogłoby wpłynąć negatywnie na relacje z klientami),
- brak zrozumienia związku pomiędzy zakresem operacji skarbowych a ryzykiem kredytowym, ponoszonym przez bank (ze strony klientów oraz pracowników banków, zarówno pionów sprzedaży, jak i ryzyka).

8.5. Ograniczanie ryzyka rynkowego za pomocą pozagiełdowych instrumentów pochodnych przez polskie przedsiębiorstwa

– analiza wybranych aspektów

Ze względu na szeroki wachlarz giełdowych i pozagiełdowych instrumentów pochodnych można stwierdzić, że począwszy od 2004 roku mamy do czynienia w Polsce z regularnym rynkiem instrumentów pochodnych, którego przyszłość może wiązać się albo z dominacją segmentu giełdowego w postaci GPW w Warszawie, włączonej do aliansu Euronext, albo ze zrównoważoną strukturą rynku, charakteryzującą się konkurencją między segmentem giełdowym i OTC²⁵³. Szeroki dostęp do rynku instrumentów pochodnych w Polsce oraz systematycznie zwiększający się zakres instrumentów sprawia, że tłumaczenie gorszych wyników finansowych przedsiębiorstwa stratami kursowymi, których nie można było uniknąć, staje się mało wiarygodne²⁵⁴. Problemem zatem dzisiaj nie jest dostęp do derywatów, zwłaszcza, że elastyczność ofert banków jest daleko idąca (właściwie można wykreować dowolny instrument pochodny, o profilu adekwatnym do potrzeb klienta, choć jego płynność będzie bardzo ograniczona, a koszt prawdopodobnie wysoki). Przyczyn tego, że nie wszystkie średnie i duże podmioty narażone na ryzyko rynkowe korzystają z derywatów należy szukać w 2 podstawowych obszarach:

- wciąż niska płynność derywatów pozagiełdowych, uniemożliwiająca domknięcie pozycji przed terminem umownym lub dająca taką szansę, lecz kosztem bardzo wysokiego spreadu,
- niska świadomość podmiotów narażonych na ryzyko rynkowe w zakresie możliwości ograniczenia go za pomocą instrumentów pochodnych oraz traktowanie derywatów nie jako narzędzi ochrony przed ryzykiem, ale raczej instrumentów o wysokim ryzyku.

Zabezpieczanie przed ryzykiem w wielu przypadkach nie ma charakteru priorytetowego, o czym świadczą wyniki badań przeprowadzonych na próbie 914 średnich polskich przedsiębiorstw (obroty roczne od 3 do 30 mln zł) w połowie 2003 roku przez P. Karpińskiego we współpracy z Fundacją Edukacji i Badań Bankowych oraz z ABM Agencja Marketingową. Wybrane dane z ww. badania przedstawiono w tabeli 8.6.

Analizując dane zawarte w tabeli 8.6 można stwierdzić, że co najmniej 8,7% zbadanych przedsiębiorstw zauważa potrzebę korzystania z usług bankowych niosących ze sobą ryzyko walutowe, z czego 5,2% uważa je za najważniejsze w prowadzonej działalności, żadne z nich nie uznaje zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym za

²⁵³ S. Antkiewicz, *Szybki rozwój derywatów*, Finansista nr 42 z 01.11.2004 r.

²⁵⁴ P. Flak, *Jak skutecznie zarządzać ryzykiem kursowym w przedsiębiorstwie?* Rynek Terminowy nr 1/05 (27), s. 6.

Tabela 8.6. Wybrane wyniki badania ankietowego na próbie 914 polskich średnich przedsiębiorstw w zakresie produktów i usług bankowych mających największe dla nich znaczenie

Produkt	Odsetek przedsiębiorstw, które wskazały produkt jako znaczący dla ich działalności	Odsetek przedsiębiorstw, które wskazały produkt za najważniejszy w ich działalności
Rachunek bieżący w zł	38,7	22,3
Przelewy krajowe	33,0	11,9
Rachunek walutowy	8,7	1,7
Kredyt złotowy w rachunku bieżącym	22,3	8,8
Kredyt złotowy obrotowy	17,8	9,7
Kredyt złotowy płatniczy	4,2	0,9
Kredyt walutowy obrotowy	4,7	2,8
Kredyt walutowy płatniczy	2,3	0,5
Akredytywa importowa	0,6	0,2
Akredytywa eksportowa	0,6	0,0
Transakcje zabezpieczające przed ryzykiem kursowym	0,4	0,0

Źródło: P. Karpiński, *Problemy kredytowania małych i średnich przedsiębiorstw w świetle badań rynkowych* w: *Bankowość detaliczna*, G. Rytelewska (red.), PWE, Warszawa 2005, s. 112-113.

kwestię priorytetową. Świadomość ryzyka walutowego zależy w dużej mierze od wielkości przedsiębiorstwa – analiza dużych spółek narażonych na ryzyko rynkowe (zwłaszcza kursu walutowego i stóp procentowych), które tworzą indeks WIG20 (KGHM SA, PKN Orlen SA, TP SA) wskazuje, że wszystkie z nich korzystają z instrumentów ograniczających ryzyko, co przynosi im wymierne korzyści. Powodami wspomnianej zależności są:

- ignorowanie ryzyka rynkowego lub brak wiedzy na temat metod jego ograniczania;
- relatywnie wysoki stopień zaawansowania wymagany od służb finansowych spółki, co oznacza wyższe koszty zarządzania, często przekraczające potencjalne korzyści z hedgingu;
- dotychczas korzystna koniunktura na rynku walutowym, potwierdzająca, że kurs może być raczej sprzymierzeńcem niżli czynnikiem obniżającym wynik (dotyczy importerów);
- stosowanie przez mniejsze spółki tradycyjnych metod ograniczania ryzyka (netting, matching, leading, lagging, finansowanie się w walucie obcej, klauzule kursowe);
- relatywnie wysoki minimalny poziom transakcji terminowej (50 000 jednostek waluty obcej).

Badania przeprowadzone przez IG WSiIZ oraz Katedrę Bankowości i Finansów WSiIZ w Rzeszowie we współpracy z WGI SA w 2003 roku wśród 500 największych polskich przedsiębiorstw (wg rankingu „Rzeczpospolitej” z 2002 roku) potwierdzają, że

duże podmioty ze względu na skalę operacji w większym stopniu narażone są na ryzyko kursowe oraz umieją skuteczniej nim zarządzać. Wskazują na to następujące dane:

- jedynie 6% podmiotów deklaruje, że nie ponosi ryzyka walutowego;
- spośród 93% podmiotów narażonych na ryzyko walutowe jedynie ok. 1/5 doświadczyła negatywnych skutków ryzyka, co świadczy o dobrym zarządzaniu nim;
- aż 97% podmiotów udaje się ograniczyć ryzyko kursowe, zaś dla 13% oznacza to redukcję ryzyka o 76% i więcej,
- 92% badanych przedsiębiorstw potwierdziło, że stosowanie zabezpieczeń przed ryzykiem kursowym okazało się skuteczne, zaś 79% firm odpowiedziało, że korzyści z zabezpieczenia przekroczyły koszty poniesione na hedging²⁵⁵.

Innymi przyczynami względnie słabego zainteresowania derywatami wśród polskich przedsiębiorstw wydają się być nieprecyzyjne kwestie podatkowe – na zmianach podatkowych, które weszły w życie z 01.01.2004 roku (pod względem fiskalnym kategoria instrumentu finansowego została zrównana z pojęciem papieru wartościowego) zyskały walutowe kontrakty futures. Dotychczas kontrakty były opodatkowane na zasadach ogólnych (stawki 19%, 30% oraz 40%), od początku 2004 roku obowiązuje stawka jednolita – 19%. Problem pojawia się w przypadku forexu, gdzie nie ma jednoznaczności w zakresie interpretacji przepisów podatkowych – przeważa jednak pogląd, że rozliczenie będzie odbywać się nadal na zasadach ogólnych²⁵⁶.

Przesłankami, które mogą zadecydować o przyszłym rozwoju rynku są:

- zmiany regulacyjne, w tym w zakresie definiowania papierów wartościowych oraz instrumentów finansowych;
- wzbogacenie rynku o nowe konstrukcje;
- intensyfikacja obrotów zarówno na rynku giełdowym, jak i pozagiełdowym;
- intencja jak najszybszego przyjęcia w Polsce EURO i tym samym urzeczywistnianie się efektu Balassy'ego-Samuelsona, czyli szybszego wzrostu wydajności pracy w sektorach dóbr wymiennych w Polsce niż w krajach, z którymi Polska prowadzi wymianę handlową, skutkującego stopniową aprecjacją złotego²⁵⁷. Wprowadzenie EURO, konsolidacja sektora bankowego oraz racjonalizacja w zakresie przepływów walutowych przedsiębiorstw doprowadziły do 14% spadku dziennych obrotów na światowym rynku walutowym pomiędzy rokiem 1998 a 2001 – po 2001 roku doszło jednak do zahamowania tendencji spadkowych (obroty

²⁵⁵ Szerzej na ten temat w: P. Perz, P. Znamirowski, *Zarządzanie ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwach*, Rynek Terminowy nr 4/05 (22), s. 35-43.

²⁵⁶ T. Hońdo, *Forex czy futures*, Parkiet z 04.03.2004 r. oraz P. Wojtaszek, *Kontrakty walutowe zyskają na podatku*, Parkiet z 12.11.2003 r.

²⁵⁷ D. Rosati, *Interwencje i rynek, czyli co powinien robić NBP*, Rzeczpospolita z 14.06.2002 r.

dziennie w 2004 roku we wszystkich segmentach były wyższe od zanotowanych w 1998 roku)²⁵⁸;

- wypieranie walutowych i procentowych derywatów giełdowych przez ich odpowiedniki pozagiełdowe;
- intencja poszerzania zakresu dostępnych instrumentów pochodnych, szczególnie w odniesieniu do takich instrumentów bazowych jak bony skarbowe, stopy rynku międzybankowego oraz kredyty i obligacje korporacyjne (derywaty kredytowe). Kredytowe instrumenty pochodne mogą stać się szansą dla banków na transfer ryzyka kredytowego, zaś dla przedsiębiorstw być unikalną szansą zainwestowania w dług korporacyjny. Impulsem dla rozwoju rynku derywatów kredytowych mogą okazać się zmiany regulacyjne w zakresie wyliczania współczynnika wypłacalności odzwierciedlone w Uchwale KNB nr 4/2004 z 8 września 2004 roku – Definiując „pozabilansową transakcję kredytową” Uchwała uwzględnia możliwość zawierania przez banki transakcji CDS jako instrumentów przenoszenia ryzyka kredytowego. Ważną przesłanką byłoby stworzenie lokalnego rynku derywatów kredytów, dzięki któremu banki zmieniły swoją rolę z *market user* na *market maker*, co dałoby możliwość zaoferowania derywatów kredytowych klientom korporacyjnym. Czynnikiem sprzyjającym jest również przyjęcie 7 stycznia 2005 roku przez Związek Banków Polskich „Rekomendacji w sprawie zawierania kredytowych transakcji terminowych na polskim rynku międzybankowym”²⁵⁹;
- wsparcie dla rozwoju rynku instrumentów pochodnych w Polsce ze strony nowego prawa upadłościowego, obowiązującego od października 2003 roku²⁶⁰. Dzięki wprowadzeniu pojęcia terminowej transakcji finansowej oraz nettingu syndyk nie może odstąpić od wykonania umowy ramowej oraz umowy wzajemnej – transakcja mimo upadłości podmiotu musi zostać rozliczona²⁶¹;
- w najbliższym czasie należy spodziewać się poprawy jakości zarządzania ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwach, czego przyczyną jest, z jednej strony, rozwój elektronicznych systemów transakcyjnych, wykorzystywanych przez banki w operacjach z klientami niebankowymi (np. FX Connect, Fxall, Currnex, Hotspot), z drugiej zaś strony, implementacja aplikacji umożliwiających redukcję ryzyka kredytowego w transakcjach walutowych (tzw. systemy CLS – *Continuous Linked Settlement*)²⁶²;
- w ostatnich 2 latach szczególnie rozwija się pozagiełdowy rynek walutowy, który nie podlega nadzorowi KPWiG. Okazało się to szansą dla mniejszych podmio-

²⁵⁸ P. Sobolewski, op. cit. s. 46-47.

²⁵⁹ Szerzej na ten temat w: B. Moskała, *Obecny stan rynku i możliwości wprowadzenia kredytowych instrumentów pochodnych do Polski*, Rynek Terminowy nr 2/05 (28), s. 43-44.

²⁶⁰ Ustawa z dnia 28 lutego 2003 roku Prawo upadłościowe i naprawcze, Dz.U. 2003, Nr 60, poz. 535 z późn. zm.

²⁶¹ M. Pawliszyn, *Rozwój rynku pochodnych instrumentów kredytowych*, Bank i Kredyt nr 11-12/2004, s. 15.

²⁶² Ibidem, s. 47-48 oraz D. Rime, *New Electronic Trading Systems in Foreign Exchange Markets*, Norges Bank and Stockholm Institute for Financial Research, 2003 (podaję za P. Sobolewski, op. cit.).

tów, organizujących obrót walutami, takich jak TMS czy WGI. To dzięki nim popularne stało się inwestowanie (również przez osoby fizyczne) na forexie. Jednym z powodów wyłączenia obrotu forexowego spod nadzoru Komisji jest wysoka płynność rynku walutowego, umożliwiająca szybkie otwieranie i zamykanie pozycji oraz szerokie spektrum dostępnych instrumentów (par walutowych).

Oprócz rodzimych firm na rynku funkcjonują spółki-córki podmiotów zagranicznych (np. Efix Polska, reprezentująca Global Forex Trading), których wyniki w 2003 roku okazały się gorsze od osiąganych przez spółki krajowe. Przyczyną tego zjawiska była strategia minimalizacji strat (maksimum 5% w miesiącu), stosowana przez spółki zagraniczne. Konkurencyjność forexu wynika również z minimalizacji kosztów transakcyjnych, która ma swoje źródło w wykorzystaniu modułów do zarządzania rachunkami, umożliwiających rozdzielanie składanych przez zarządzającego zleceń pomiędzy portfele klientów. Zaletą forexu jest brak stałych (niezależnych od wyników) prowizji dla zarządzających, charakterystycznych dla usług *asset management* oraz funduszy inwestycyjnych. Mniejsza jest dodatkowo wartość depozytu zabezpieczającego (ok. 1% na forexie, na GPW minimalny depozyt wynosi 3,1%, zaś na WGT określany jest kwotowo)²⁶³.

Optymizmem odnośnie rozwoju rynku instrumentów pochodnych w Polsce napawiają wyniki badania przeprowadzonego na przełomie 2001 i 2002 roku wśród dużych przedsiębiorstw – do 2006 roku należy spodziewać się rozwoju usług związanych z zarządzaniem ryzykiem finansowym, jak również znacznego zapotrzebowania na te usługi (aż 72% ankietowanych firm wskazało tego typu usługi jako priorytetowe w najbliższej przyszłości. Badania wskazują również na wzrost udziału podmiotów, które w ostatnim roku otrzymały propozycję współpracy w zakresie zarządzania ryzykiem ze strony podmiotów trzecich (banki, audytorzy, firmy konsultingowe). Prawie 2/3 przedsiębiorstw jest zainteresowanych tymi usługami. Jednocześnie jakość usług zarządzania ryzykiem przez oceniana jest jako niska²⁶⁴.

8.6. Depozyty strukturyzowane jako forma samofinansowania się przedsiębiorstw – przykład DCD²⁶⁵

DCD to instrument spekulacyjny o charakterze depozytowym, którego konstrukcja polega na tym, że kapitał wypłacony przez bank w dniu zakończenia okresu lokaty, może być denominowany w innej walucie niż założono depozyt.

²⁶³ K. Stępień, T. Jóźwik, „Piętno jednego rynku” odchodzi w przeszłość, Parkiet z 09.04.2004 r. oraz T. Hońdo, *Forex czy futures*, Parkiet z 04.03.2004 r.

²⁶⁴ M. Penczar, *Struktura popytu największych przedsiębiorstw na usługi finansowe do 2006 r.*, Bank nr 10/2002, s. 54-56.

²⁶⁵ Szerzej na ten temat [w:] P. Niedziółka, *Walutowe depozyty strukturyzowane*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005 (w przygotowaniu).

Możliwość taka występuje, gdyż instrumentem decydującym o ewentualnym zwiększeniu dochodowości lokaty jest opcja walutowa, wystawiana przez klienta bankowi. Bank, nabywając opcję nie wypłaca jednak premii, lecz gwarantuje wyższe oprocentowanie dla waluty, w której złożono depozyt. Depozyty typu DCD występują w 2 podstawowych formach:

- DCD z opcją kupna (call) – nabywca opcji (bank) ma prawo nabyć walutę, w której denominowany jest depozyt (walutę główną);
- DCD z opcją sprzedaży (put) – nabywca opcji (bank) ma prawo sprzedać inną walutę (walutę główną) w zamian za walutę, w której denominowany jest depozyt (walutę kwotowaną).

Opcja powiązana z depozytem spełnia następujące warunki:

- kwota nominalna (*notional value*) odpowiada kwocie złożonego depozytu,
- opcja jest opcją dostawną,
- opcja jest opcją europejską z datą wymagalności tożsamą z datą wygaśnięcia depozytu.

W przypadku DCD z opcją call, bank wykorzysta przynależne mu prawo kupna waluty, w której wyrażony jest depozyt, jeśli w dniu wygaśnięcia kurs rynkowy waluty depozytu będzie wyższy od kursu rozliczenia opcji. Nastąpi wówczas przewalutowanie depozytu.

W przypadku DCD z opcją put bank wykorzysta przynależne mu prawo sprzedaży waluty, w której wyrażony jest depozyt, jeśli w dniu wygaśnięcia kurs rynkowy waluty depozytu będzie niższy od kursu rozliczenia opcji, co równoważne jest z przewalutowaniem.

Realizacja opcji przez bank oznacza otrzymanie przez klienta zwrotu kapitału wraz z odsetkami (stopa procentowa dla waluty depozytu) przeliczonych według kursu rozliczenia opcji. Jeśli zatem opcja call EUR/PLN zostanie wykonana, a złożono depozyt np. w EUR, kapitał wraz z odsetkami dla EUR zostanie przemnożony przez kurs rozliczenia opcji (niższy od kursu rynkowego). Alternatywnie (otrzymany wynik będzie identyczny) można przeliczyć kapitał w walucie depozytu na kapitał w innej walucie według kursu rozliczenia opcji i następnie od uzyskanej kwoty wyliczyć odsetki (stosując stopę dla waluty depozytu).

8.7. Czy pozagiełdowe instrumenty pochodne stanowią źródło finansowania polskich przedsiębiorstw?

Niniejszy rozdział służy wykazaniu finansującej roli pozagiełdowych instrumentów pochodnych, która objawia się, z jednej strony, w traktowaniu przez banki zaan-

gażowania w instrumenty pochodne na zbliżonych zasadach jak w przypadku typowych instrumentów kasowych o charakterze finansującym (kredyt, obligacja), z drugiej zaś strony, w realnym dopływie środków pieniężnych do przedsiębiorstw z tytułu realizacji transakcji terminowych. Dowodem na drugie twierdzenie są dane w tabeli 8.7.

Tabela 8.7. Funkcja finansująca derywatów na przykładzie przedsiębiorstw tworzących indeks WIG-20

Spółka	Zmiana wartości aktywów finansowych (wskutek wyceny derywatów)	Aktywa finansowe (dodatnia wycena derywatów)	Zmiana wartości zobowiązań finansowych (wskutek wyceny derywatów)	Zobowiązania finansowe (ujemna wycena derywatów)	Wartość netto derywatów
Agora SA	-6 960	0	0	0	0
Cersanit SA	977	977	0	0	977
ComputerLand SA	0	0	-7	794	-794
GTC SA	1 988	1 988	0	0	1 988
Grupa Kęty SA	-220	36	1 976	4 134	-4 098
KGHM SA	97 303	338 606	-257 978	314 476	24 130
Grupa Lotos SA	11 726	29 544	8 353	8 353	21 191
MOL	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
Netia SA	61 438	63 085	85 019	91 255	-28 170
Orbis SA	0	0	23 410	23 410	-23 410
PKN Orlen SA	94 020	147 028	17 138	17 138	129 890
Prokom Software SA	0	0	0	0	0
Softbank SA	63 085	63 085	0	0	63 085
TP SA	-984	255	1 049	1 176	-921
TVN SA	0	45 098	0	9 194	35 904
Razem	322 373	689 702	-121 040	469 930	219 772

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów rocznych (za 2004 rok) spółek tworzących indeks WIG-20 (bez banków).

Opierając się na danych przedstawionych w tabeli 8.7 wyciągnąć można następujące wnioski:

- największe polskie przedsiębiorstwa w znacznym stopniu korzystają z zabezpieczenia swoich pozycji kasowych za pomocą derywatów;
- derywaty pozytywnie wpływają na kondycję spółek z indeksu WIG20, gdyż w 2004 roku zanotowano jednoczesny wzrost wartości aktywów finansowych i spadek wartości zobowiązań finansowych, wynikających z wyceny portfela instrumentów pochodnych;
- łączna wycena wszystkich pozycji w instrumentach pochodnych spółek z indeksu WIG20 jest dodatnia, co dowodzi finansującej funkcji derywatów (w tym przypadku).

Rozdział 9

Kapitał własny w Polsce – wybrane aspekty

Joanna Wyrobek

9.1. Kapitał własny

Kapitał własny to udział własny inwestorów w firmie. Jest to wartość środków gospodarczych, wniesionych do firmy przez właścicieli (udziałowców, akcjonariuszy, wspólników) oraz środków, wygospodarowanych przez przedsiębiorstwo w toku działalności.

Kapitał własny jest podstawową formą finansowania działalności firmy w tym sensie, że zgodnie z regulacjami prawnymi każda firma już przy założeniu musi posiadać pewną minimalną, zadeklarowaną wysokość kapitału własnego.

Zgodnie z teorią finansów, kapitał własny jest najdroższą formą finansowania przedsiębiorstw, ponieważ udziałowcy mają prawo wypłacić w formie dywidendy cały zysk finansowy netto wypracowany w danym roku. W związku z tym niewiele firm stosuje wyłącznie finansowanie ze środków własnych, większość wspomaga się różnorodnymi postaciami zobowiązań, takich jak: kredyty bankowe, zobowiązania wobec dostawców, itd. Pomimo wysokiego kosztu pozyskania tego kapitału gwarantuje on zabezpieczenie aktywów finansowanych z tego źródła, ponieważ jest to kapitał najbardziej długoterminowy i stabilny spośród wszystkich źródeł finansowania.

W niniejszym rozdziale zbadane zostały dwa aspekty kapitału własnego, a mianowicie jego udział w całości pasywów oraz rzeczywisty koszt tej formy finansowania. Zbadane zostały wybrane (największe) działy gospodarki, a w szczególności: budownictwo, handel i naprawy, przemysł oraz transport i łączność. Z powodu różnej dostępności danych udział kapitału własnego w pasywach był rozważany dla wspomnianych działów gospodarki (na podstawie danych GUS²⁶⁶), natomiast koszt kapitału własnego został obliczony w rozbiciu bardziej szczegółowym na: budownictwo, handel, transport, przemysł: chemiczny, drzewny i papierniczy, elektromaszynowy, energetyczny, informatyczny, materiały budowlane, metalowy, motoryzacyjny, spożywczy.

²⁶⁶ Na podstawie *Roczników statystycznych* za lata 1996-2004, GUS, Warszawa.

9.1.1. Definicja kosztu kapitału

W literaturze finansów koszt kapitału definiuje się przynajmniej na dwa sposoby. Z jednej strony, koszt kapitału to koszty (w dłuższej perspektywie wydatki), jakie firma ponosi wobec dostawców posiadanego przez firmę kapitału. Druga definicja stanowi, że koszt kapitału to „oczekiwana (wymagana) przez inwestorów, zarówno właścicieli, jak i wierzycieli, stopa zwrotu²⁶⁷”, lub „oczekiwana stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału przy danym poziomie ryzyka²⁶⁸”. Jak to pisze A. Duliniec „choć *koszt kapitału* i *pożądaną stopę zwrotu* traktuje się często jako synonimy, to należy zwrócić uwagę na dwa istotne czynniki, których wystąpienie powoduje, że faktycznie ponoszony przez przedsiębiorstwo koszt kapitału może różnić się od oczekiwanej przez inwestorów stopy zwrotu. Po pierwsze, oczekiwana przez wierzycieli stopa zwrotu jest zazwyczaj wyższa od kosztu długu, ze względu na korzyści podatkowe związane z płatnością oprocentowania, jakie odnosi przedsiębiorstwo w sytuacji występowania podatku dochodowego. Po drugie, jeżeli kapitał jest zdobywany przez przedsiębiorstwo poprzez emisję nowych papierów wartościowych, to koszt kapitału jest większy od oczekiwanej przez inwestorów stopy zwrotu o koszty związane z przygotowaniem i przeprowadzeniem emisji²⁶⁹”.

9.1.2. Koszt kapitału własnego jako element średniego ważonego kosztu kapitału

Prawdopodobnie najistotniejszą kategorią rozpatrywaną w ramach polityki finansowej jest koszt kapitału w ujęciu procentowym, czyli ile wynosi obsługa kapitału wyrażona jako procent wartości tego kapitału. Od razu warto wyjaśnić, co to jest kapitał firmy, ponieważ nie są to pasywa. Kapitał to pasywa firmy po odjęciu zobowiązań operacyjnych, czyli zobowiązań wobec pracowników, wobec dostawców, z tytułu cel i podatków, itp.

A. Duliniec twierdzi, że „przez kapitał zainwestowany w przedsiębiorstwie należy rozumieć zobowiązania, od których płacone jest oprocentowanie i kapitał własny²⁷⁰”. Wymienione wcześniej zobowiązania operacyjne nie są oprocentowane, nie jest wymagana od nich także dywidenda. To prawda, że w przypadku ich przedawnienia płacone są karne odsetki skarbowe, że stosowane są różnorakie rabaty i opusty, co powoduje, że nie są całkowicie bezpłatne, ale nie są z nimi związane żadne stałe, obowiązkowe płatności, jeżeli są tylko płacone terminowo. W związku z tym

²⁶⁷ A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa, 1998, s. 67-68.

²⁶⁸ Tamże, s. 68.

²⁶⁹ Tamże, s. 68.

²⁷⁰ Tamże, s. 14.

większość firm stara się wykorzystać możliwość zaciągania zobowiązań operacyjnych do maksimum, granicą są przepisy umowy albo ryzyko konfliktu z dostawcą. Zarządzanie zobowiązaniami operacyjnymi zaliczane jest tym samym do działalności operacyjnej, a nie do finansowej.

Ponieważ każde źródło kapitału posiada odmienny koszt i udział w pasywach firmy, pojawiła się potrzeba obliczenia całkowitego kosztu kapitału w ujęciu wartościowym i procentowym. W ujęciu wartościowym jest to suma kosztów związanych z obsługą zadłużenia i kapitału własnego, w ujęciu procentowym iloraz całkowitych kosztów obsługi kapitału przez całkowitą wartość kapitału (formuła 1).

$$WACC = \frac{r_{e1}E_1 + r_{e2}E_2 + r_{e3}E_3 + \dots + r_{d1}D_1(1-T) + r_{d2}D_2(1-T) + r_{d3}D_3(1-T) + \dots}{E_1 + E_2 + E_3 + \dots + D_1 + D_2 + D_3 + \dots} \quad (1)$$

gdzie:

E_1, E_2, E_3 – wartość różnych form kapitału własnego (wartość rynkowa akcji zwykłych, uprzywilejowanych, zyski zatrzymane, kapitały zapasowe, rezerwowe),

D_1, D_2, D_3 – wartość różnych form długu (wartość rynkowa wyemitowanych obligacji, kredyt, inne papiery dłużne),

r_{e1}, r_{e2}, r_{e3} – koszt w ujęciu procentowym różnych form kapitału własnego,

r_{d1}, r_{d2}, r_{d3} – koszt w ujęciu procentowym różnych form długu,

T – stopa podatku dochodowego od osób prawnych (efekt tarczy podatkowej, obniżający realny koszt długu dla firmy).

Przedstawiony w formule 1 średni ważony koszt kapitału często zapisuje się w innej postaci:

$$WACC = k_{e1}w_{e1} + k_{e2}w_{e2} + k_{e3}w_{e3} + \dots + k_{d1}w_{d1} + k_{d2}w_{d2} + k_{d3}w_{d3} + \dots \quad (2)$$

gdzie:

k_{e1} – koszt w ujęciu procentowym pierwszego rodzaju kapitału własnego, np. akcji zwykłych,

k_{e2} – koszt drugiego rodzaju kapitału własnego, np. akcji uprzywilejowanych,

k_{e3} – koszt trzeciego rodzaju kapitału własnego, np. zysków zatrzymanych,

k_{d1} – koszt pierwszego rodzaju kapitału obcego (długu) np. długoterminowego kredytu bankowego,

k_{d2} – koszt drugiego rodzaju kapitału obcego, np. kolejnego kredytu długoterminowego,

k_{d3} – koszt trzeciego rodzaju kapitału obcego, np. obligacji, itd.,

w_{e1} – udział pierwszego rodzaju kapitału własnego, np. akcji zwykłych w całości kapitału (suma E_1 , $E_{2...}$, D_1 , $D_{2...}$),

w_{e2} – udział drugiego rodzaju kapitału własnego, np. akcji uprzywilejowanych,

w_{e3} – udział trzeciego rodzaju kapitału własnego, np. zysków zatrzymanych,

w_{d1} – udział pierwszego rodzaju długu np. długoterminowego kredytu bankowego,

w_{d2} – udział drugiego rodzaju długu np. kolejnego kredytu długoterminowego,

w_{d3} – udział trzeciego rodzaju kapitału obcego, np. wyemitowanych obligacji, itd.

Średni ważony koszt kapitału własnego oblicza się z wielu powodów, należą do nich między innymi następujące przyczyny:

- zarząd firmy sprawuje kontrolę nad wszystkimi wydatkami, obsługa długu i dywidendy (koszt kapitału) jest jednym z takich wydatków, w związku z tym zarząd musi otrzymywać informację o tych wydatkach, aby chociażby porównać siebie z konkurencją (średnie branżowe);
- znajomość struktury kapitałowej i kosztu kapitału pozwala zmieniać proporcje pomiędzy poszczególnymi źródłami finansowania i obniżać koszt kapitału (zarządzanie strukturą kapitałową);
- średni ważony koszt kapitału jest wykorzystywany przy ocenie projektów inwestycyjnych (przy podejmowaniu decyzji, czy zakup nowych składników aktywów trwałych zwróci się, czyli czy dodatkowe wpływy gotówki uzyskane dzięki nowym składnikom majątku przewyższą koszty ich zakupu i użytkowania) – w takim przypadku bierze się pod uwagę proporcje i koszt tych konkretnych źródeł finansowania, które zostaną wykorzystane do sfinansowania danej inwestycji (a nie aktualną strukturę i koszt kapitału całej firmy);
- średni ważony koszt kapitału pozwala oszacować wartość firmy metodą FCFF – wolnych przepływów pieniężnych dla firmy: najpierw szacuje się przyszłe przepływy gotówki (wpływy i wydatki) z tytułu działalności operacyjnej i inwestycyjnej, a następnie dyskontuje się je właśnie średnim ważonym kosztem kapitału.

W niniejszym rozdziale zajęto się najtrudniejszym do oszacowania elementem WACC, a mianowicie kosztem kapitału własnego. Koszt kapitału własnego będący elementem formuły WACC jest użyteczny do:

- obliczania oczekiwanej przez inwestorów stopy zwrotu z nowo wyemitowanych akcji,
- dyskontowania przepływów pieniężnych metodą FCFE – wolnych przepływów pieniężnych dla udziałowców (właścicieli kapitału własnego),

- dokonywania wyboru pomiędzy finansowaniem kapitałem własnym i obcym przez porównanie ich kosztu,
- obliczenia średniego ważonego kosztu kapitału.

9.2. Wielkość i udział kapitału własnego w pasywach w latach 1997-2004

Udział kapitału własnego w pasywach ogółem jest istotny z kilku powodów. Po pierwsze, kapitał własny reprezentuje wartość przedsiębiorstwa²⁷¹, a zatem reprezentuje skalę działań danej firmy i jej potencjał rozwojowy (tzn. potencjał do generowania zysków). Po drugie, stanowi zabezpieczenie aktywów trwałych, a więc im wyższy jest udział kapitału własnego, tym wyższe jest bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstwa. Po trzecie, wysoki udział kapitału własnego stanowi zabezpieczenie w razie poniesienia straty finansowej, gdyż straty finansowe są pokrywane właśnie z kapitału własnego. Po czwarte, spadek poziomu tego kapitału sygnalizuje kryzys i konieczność pokrywania strat finansowych z kapitału zapasowego²⁷². Choć zwiększanie kapitału własnego zależy od polityki udziałowców w tym zakresie (czy zdecydować o dodatkowych emisjach udziałów, czy zatrzymać część zysku w postaci kapitału zapasowego, czy cały zysk będą wypłacać w postaci dywidendy), o tyle spadek kapitału własnego jest jednoznacznym sygnałem niekorzystnej sytuacji finansowej, zwykle dekonstrukcji w całej branży. Nie wszystkie firmy chcą wykazywać zyski z powodów podatkowych, ale wysokie straty finansowe zmniejszające kapitał własny są dla firm ostatecznością, gdyż stanowią zagrożenie dla ich dalszej egzystencji oraz dla ich wiarygodności w oczach kontrahentów i kredytodawców. Zatem zmniejszanie się wielkości kapitału własnego jest dobrym miernikiem sytuacji w danej branży.

Tabela 9.1. Kapitał własny i zobowiązania (zobowiązania i rezerwy na zobowiązania) w mln zł oraz jako % pasywów ogółem dla wybranych rodzajów działalności gospodarczej

Wyszczególnienie	Rok	Kapitał własny	Zobowiązania (dług)	Udział kapitału własnego w pasywach	Udział zobowiązań w całości pasywów	Pasywa
Budownictwo	1997	6 723	12 942	34%	66%	19 665
	1998	9 138	17 496	34%	66%	26 634
	1999	10 314	22 522	31%	69%	32 836
	2000	11 194	27 823	29%	71%	39 017
	2001	10 363	27 501	27%	73%	37 864
	2002	11 606	24 441	37%	79%	31 096
	2003	10 814	24 382	31%	69%	35 196
	2004*	11 373	29 251	28%	72%	40 624

²⁷¹ O ile spółka nie jest notowana na giełdzie, wtedy jej wartość reprezentuje aktualna wartość akcji w obrocie.

²⁷² Zgodnie z regulacjami Kodeksu Spółek Handlowych zmniejszenie wielkości kapitału własnego jest możliwe tylko w sytuacjach szczególnych, po podjęciu odpowiedniej uchwały przez zgromadzenie udziałowców. Również kapitały zapasowe i rezerwy nie mogą zostać rozwiązane, a jedyny sposób ich wykorzystania to pokrycie straty finansowej.

Tabela 9.1. c.d. Kapitał własny i zobowiązania (zobowiązania i rezerwy na zobowiązania) w mln zł oraz jako procent pasywów ogółem dla wybranych rodzajów działalności gospodarczej

Wyszczególnienie	Rok	Kapitał własny	Zobowiązania (dług)	Udział kapitału własnego w pasywach	Udział zobowiązań w całości pasywów	Pasywa
Handel i naprawy	1997	22 675	56 506	29%	71%	79 181
	1998	29 148	74 113	28%	72%	103 261
	1999	30 560	84 384	27%	73%	114 944
	2000	42 303	91 712	32%	68%	134 015
	2001	46 823	92 170	34%	66%	138 993
	2002	51 342	92 628	36%	64%	143 970
	2003	57 156	105 800	35%	65%	162 956
	2004*	70 265	116 378	38%	62%	186 643
Przemysł	1997	169 847	114 554	60%	40%	284 401
	1998	178 466	139 777	56%	44%	318 243
	1999	188 312	187 971	50%	50%	376 283
	2000	182 995	211 494	43%	49%	428 976
	2001	188 341	223 361	42%	50%	449 235
	2002	193 687	235 228	41%	50%	469 494
	2003	230 506	239 720	45%	47%	510 335
	2004*	280 772	273 064	51%	49%	553 836
Transport, gospodarka magazynowa i łączność	1997	34 311	20 567	63%	37%	54 879
	1998	35 439	29 881	54%	46%	65 320
	1999	37 991	40 185	49%	51%	78 176
	2000	42 216	56 600	43%	57%	98 816
	2001	45 188	69 669	39%	61%	114 857
	2002	48 160	82 738	37%	63%	130 898
	2003	52 705	87 931	37%	63%	140 636
	2004*	51 661	78 242	40%	60%	129 903

Źródło: *Roczniki statystyczne* GUS (1996-2004) oraz *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych za rok 2004* dostępne na stronie internetowej GUS www.stat.gov.pl. W przypadku różnic w poziomie wielkości w różnych rocznikach statystycznych wykorzystano najnowsze dane.

Analizując dane zawarte w tabeli 9.1 widać, że w latach 1997-2004 kapitał własny w badanych działach gospodarki uległ podwojeniu. Mogło to oznaczać pojawienie się nowych firm, lecz również dodatkowe emisje udziałów lub zyski zatrzymane. Niezależnie od przyczyny sugeruje to szybki rozwój analizowanych branż. Nieco mniej korzystnie przedstawiały się zmiany w proporcjach pomiędzy kapitałem własnym i zobowiązaniami, ponieważ średni udział kapitału własnego w pasywach obniżył się we wszystkich działach poza handlem i usługami. Spadek udziału kapitału własnego daje się jednak dość łatwo wytłumaczyć wydłużeniem cyklu zobowiązań w całym sektorze działalności gospodarczej. Proces ten zachodzi od lat i powoduje narastanie niezapłaconych należności i zobowiązań operacyjnych, które „rozduwiają” bilanse jednostek gospodarczych²⁷³.

Wśród analizowanych działów gospodarki najmniej korzystna sytuacja panowała w budownictwie, gdzie udział kapitału własnego w 2004 roku wynosił 28%

²⁷³ Szerzej na ten temat w artykule J. Wyrobek, *Tendencje zmian struktury kapitałowej firm w Polsce*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa* – monografie i opracowania naukowe SGH, J. Ostaszewski (red.) s. 115-140 oraz M. Molo, *Problemy zarządzania należnościami w polskich przedsiębiorstwach*, [w:] *Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec wyzwań współczesności. T.1 Bankowość. Rynki*, K. Znaniecka (red.), Wydawnictwo AE, Katowice 2002, s. 431-442.

całości pasywów. Sytuację tę częściowo można wyjaśnić koniecznością ponoszenia olbrzymich nakładów finansowych związanych z budową oraz często stosowanym systemem przedpłat od klientów, co umożliwia firmom budowlanym ograniczenie zaangażowania własnego kapitału. Niepokojący był jednakże nieustanny spadek udziału kapitału własnego w pasywach oraz fakt, że przekroczono „złotą zasadę budżetową”, która stanowi, że zadłużenie nie powinno być większe niż 2 jednostki długu na 1 jednostkę kapitału własnego (66%).

W pozostałych działach sytuacja przedstawiała się bardziej korzystnie: w handlu i naprawach udział kapitału własnego zwiększył się z 29 % do 38% pasywów (a zatem nastąpił powrót do „złotych proporcji”: 1 jednostka kapitału własnego na 2 jednostki długu), w przemyśle i transporcie udział kapitału własnego spadł o około 10% (w okresie 1997-2004), lecz udział długu nie przekroczył 60%.

Przemysł, jako największy dział gospodarki zdominował również proporcje struktury kapitałowej dla wszystkich firm w Polsce. Tabela 9.2 przedstawia udział kapitału własnego i obcego dla wszystkich podmiotów gospodarczych w latach 1997-2004²⁷⁴. Podobnie jak to miało miejsce w przypadku przemysłu wynika z niej, że w latach 2002-2004 nastąpiło polepszenie koniunktury gospodarczej, nastąpiła poprawa wyników finansowych przedsiębiorstw i w efekcie nastąpił wzrost udziału kapitału własnego w pasywach.

Dane w tabeli 9.2 pokazują także, że nie nastąpił jeszcze powrót do wartości z roku 1997, gdy średni udział kapitału własnego w pasywach wynosił 65%. Biorąc pod uwagę powolne zwiększanie udziału kapitału własnego o 1-2 punkty procentowe rocznie wydaje się to mało możliwe. Należy zatem oczekiwać, że proporcje pomiędzy kapitałem własnym i zobowiązaniami nie ulegną silnym zmianom w najbliższych latach.

Tabela 9.2. Wielkość kapitałów własnych i pozostałych pasywów dla firm w Polsce w latach 1995-2004 (w mln zł)

Wyszczególnienie	Rok	Kapitał własny	Zobowiązania	Pasywa	Kapitał własny	Zobowiązania
wszystkie podmioty razem	1995	216 515	118 520	335 035	65%	35%
	1996	254 312	170 723	425 035	60%	40%
	1997	272 609	229 464	502 073	54%	46%
	1998	303 147	278 202	581 349	52%	48%
	1999	332 911	341 826	674 737	49%	51%
	2000	357 322	405 450	762 772	47%	53%
	2001	365 142	420 292	785 434	46%	54%
	2002	396 768	441 421	838 189	47%	53%
	2003	519 769	550 718	1 070 487	49%	51%
	2004*	601 535	612 986	1 214 521	50%	50%

Źródło: *Roczniki statystyczne GUS (1996-2004)* oraz *Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych za rok 2004* dostępne na stronie internetowej GUS www.stat.gov.pl. W przypadku różnic w poziomie wielkości w różnych rocznikach statystycznych wykorzystano najnowsze dane.

²⁷⁴ Powyższe wartości należy traktować jako przybliżenie wartości faktycznych wykonane na podstawie danych z *Roczników statystycznych GUS*.

9.3. Metody obliczania kosztu kapitału własnego

Tematyka kosztu własnego w gospodarce polskiej jest zagadnieniem trudnym i wzbudzającym wiele kontrowersji. Podstawowym problemem jest właściwy sposób oszacowania tego kosztu, co w gospodarce rozwijającej się, młodej, mało rozwiniętej nastręcza wiele trudności.

Teoretycznie, istnieją przynajmniej trzy metody szacowania kapitału własnego. Najstarsza z nich to metoda Gordona²⁷⁵, w której koszt kapitału zależy od wypłacanej dywidendy. Niestety, w praktyce polskiej ponad połowa spółek nie wypłaca w ogóle dywidendy, a pozostała połowa wypłaca dywidendę nieregularnie. Bardzo niewielki procent firm wypłaca dywidendę regularnie (np. Żywiec lub banki komercyjne). Dlatego model Gordona nie ma szerszego zastosowania w praktyce polskiej. Gdyby bowiem przyjąć prawdziwość tego modelu, koszt kapitału własnego w Polsce byłby bardzo niski, bowiem wiele spółek nigdy nie wypłacało dywidendy.

Drugi model to model CAPM²⁷⁶ (model wyceny aktywów kapitałowych), który mimo wielu wad jest najbardziej popularną techniką szacowania kosztu kapitału własnego. Problemem w przypadku CAPM w warunkach polskich jest niska stabilność gospodarki i mała efektywność rynku, w wyniku czego występują trudności z zastosowaniem tej metody. Pojawiły się jednak sposoby ominięcia trudności (np. związanych z szacowaniem współczynników beta) i obecnie występują przynajmniej 3 warianty szacowania CAPM w polskich warunkach²⁷⁷.

W wariancie pierwszym należy ustalić rzeczywistą, nominalną stopę wolną od ryzyka oraz nominalną premię za ryzyko. Miernikiem tej pierwszej może być rentowność obligacji lub bonów skarbowych dostosowana do okresu, dla którego obliczany ma być koszt kapitału. Oznacza to odpowiednie dostosowanie historycznych wartości do prognoz na przyszłość, jeżeli koszt kapitału ma być wykorzystywany do oceny przyszłych projektów inwestycyjnych.

Jeżeli rachunek byłby przeprowadzany w wartościach realnych wtedy nominalny koszt kapitału własnego koryguje się o inflację.

W wariancie drugim uwzględnia się rzeczywistą, nominalną stopę wolną od ryzyka, a realna premia za ryzyko pochodzi z szacunków międzynarodowych dla

²⁷⁵ M. Gordon, *Dividends, earnings and stock prices*, Review of economics and statistics, 1959, s. 99-105.

²⁷⁶ H. Markovitz, *Portfolio selection*, Cowles Foundation Monograph 16, Wiley, New York, 1959, Tobin J.L., *Liquidity preference as behaviour towards risk*, Review of Economic Studies, luty 1958, vol. 26, numer 1, s. 65-86. L. Treynor, *Toward a theory of market value of risky assets*, niepublikowany rękopis za: J.C. Francis, *Inwestycje Analiza i zarządzanie*, WIG Press, Warszawa 2000, str. 293, W. Sharpe, *Capital Asset Prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk*, Journal of Finance, wrzesień 1964, s. 435-552.

²⁷⁷ D. Zarzecki, *Szacowanie kosztu kapitału własnego na potrzeby wyceny przedsiębiorstw w Polsce i na innych rynkach wschodzących*, Monitor Rachunkowości i Finansów 7/8(2000), Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa, 2000, s. 13-18.

wschodzących rynków. Klasyfikację taką prowadzi A. Damodaran²⁷⁸ i dla grupy krajów, do których zalicza się Polska wynosi ona 8,5%. Oczywiście realną premię za ryzyko ponownie sprowadza się do wartości nominalnej. Z kolei klasyfikacja Banku Światowego sugeruje dla wschodzących rynków stopę dyskontową na poziomie 20% (nominalna).

Tabela 9.3. Premia za ryzyko w modelu CAPM

Charakterystyka rynku	Premia z tytułu ryzyka (%)
Rynki wschodzące z ryzykiem politycznej niestabilności (rynki południowoamerykańskie i wschodnioeuropejskie)	8,5
Rynki wschodzące (rynki azjatyckie z wyjątkiem Japonii, Meksyk)	7,5
Rynki rozwinięte z dużą liczbą notowanych spółek i dużą kapitalizacją (USA, Japonia, Wielka Brytania)	5,5
Rynki rozwinięte z ograniczoną liczbą notowanych spółek (rynki zachodnioeuropejskie z wyjątkiem Niemiec i Szwajcarii)	4,5-5,5
Rynki rozwinięte z ograniczoną liczbą notowanych spółek i niestabilizowanymi gospodarkami (Niemcy i Szwajcaria)	3,5-4,0

Źródło: A. Damodaran, *Investment Valuation*, John Wiley & Sons, New York, 1996, s. 68, za: D. Zarzecki, *Szacowanie kosztu kapitału własnego na potrzeby wyceny przedsiębiorstw w Polsce i na innych rynkach wschodzących*, Monitor Rachunkowości i Finansów 7/8(2000), Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa, 2000, s. 13-18.

Wariant trzeci do szacunku kosztu kapitału własnego w Polsce wykorzystuje rzeczywistość, wolną od ryzyka stopę obowiązującą w gospodarce rozwiniętej, czy to USA, czy (biorąc pod uwagę coraz silniejsze połączenie Polski z gospodarką UE) z UE. Stopę wolną od ryzyka koryguje się jednak ze względu na kraj i na firmę, czyli podnosi się jej wartość proporcjonalnie do ryzyka firmy, której koszt kapitału ma zostać obliczony. Premia za ryzyko nie pochodzi ani z UE, ani z Polski. D. Zarzecki powołuje się tutaj ponownie na A. Damodarana, którego zdaniem należy zastosować premię za ryzyko z rynków rozwiniętych (około 5,5%) powiększoną o arbitralną premię za wyższe ryzyko na rynkach wschodzących – dodatkowe 3%. Należy jednak brać pod uwagę fakt, że tak obliczony koszt kapitału własnego wyrażony jest w walucie obcej i konieczne jest jeszcze dostosowanie go do prognozowanych zmian kursu walutowego w kolejnych latach.

Ostatnią, trzecią metodą stosowaną przy szacowaniu kosztu kapitału własnego jest model APT²⁷⁹, w przypadku którego istnieje wiele czynników ryzyka wpływających na cenę akcji. O ile w przypadku CAPM jest to tylko ryzyko rynkowe, o tyle w przypadku APT są to, np.: inflacja lub kurs walutowy. Ponieważ jednak APT jest

²⁷⁸ A. Damodaran, *Investment valuation*, John Wiley & Sons, New York, 1996.

²⁷⁹ S. Ross, *Return, risk and arbitrage*, [w:] I. Friend, J. Bicksler, *Risk and return in finance*, Ballinger Press, Cambridge Mass, 1976, S. Ross, *The arbitrage pricing theory of capital asset pricing*, Journal of Economic Theory, grudzień 1976, s. 334-360.

modelem jeszcze bardziej wymagającym niż CAPM nie jest często stosowany w warunkach polskich. W związku z tym w opracowaniu model APT zostanie pominięty.

9.3.1. Model CAPM

Idea stojąca za modelem wyceny aktywów kapitałowych narodziła się w latach 50. i 60. XX wieku, wraz z odkryciem efektu dywersyfikacji, którym zajmowali się: H. Markowitz, J. Tobin, J. Treynor oraz B. Sharpe²⁸⁰. Wspomniani badacze wykazali, że portfele akcji (wiele różnych akcji) są bezpieczniejszą inwestycją niż pojedyncze akcje, ponieważ odchylenie standardowe stóp zwrotu z portfeli akcji wokoło ich wartości średniej jest dużo mniejsze niż odchylenie standardowe pojedynczych akcji. Stopę zwrotu z akcji określa formuła 3:

$$r_{i,t} = \frac{p_{t+1} - p_t + d_t}{p_t} \quad (3)$$

gdzie:

p_t – kurs papieru wartościowego w chwili t ,

p_{t+1} – kurs papieru wartościowego w chwili $t + 1$,

d_t – dywidenda wypłacona w chwili t .

Źródło: J.C. Francis, *Inwestycje: analiza i zarządzanie*, WIG Press, Warszawa, 2000, s. 292.

Zaobserwowana redukcja ryzyka oznaczała, że część zmienności cen akcji nie jest wspólna dla wszystkich akcji (wszystkie akcje w obrocie nazywane są rynkiem), lecz jest *specyficzna* dla akcji konkretnej spółki. Ryzyko podzielono w ten sposób na *specyficzne*, właściwe dla danej akcji, które znika, gdy kupuje się cały portfel akcji oraz na *ryzyko rynkowe*, którego poprzez dywersyfikację (kupienie akcji różnych spółek) pozbyć się nie można. Ryzyko specyficzne nazywa się także ryzykiem dywersyfikowalnym (pozywalnym), a ryzyko rynkowe nazywa się także ryzykiem niedywersyfikowalnym.

Efekt dywersyfikacji ryzyka specyficznego zostanie wyjaśniony szerzej za pomocą formuł matematycznych. Założmy, że stopę zwrotu z i -tego waloru²⁸¹ można zapisać jako sumę dwóch składników – średniej oczekiwanej stopy zwrotu z akcji $E(r_i)$ oraz odchyłeń losowych $e_{i,t}$.

²⁸⁰ H. Markowitz, *Portfolio selection*, Cowles Foundation Monograph 16, Wiley, New York, 1959, Tobin J., *Liquidity preference as behavior towards risk*, Review of Economic Studies, February 1958, vol. 26, no. 1, s. 65-86; J. Treynor, *How to rate management of investment funds*, Harvard Business Review, styczeń-luty, 1965, s. 63-75; W. Sharpe, *Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk*, Journal of Finance, wrzesień 1964, s. 425-552.

²⁸¹ Dowolny instrument notowany na giełdzie, nazywany także aktywem kapitałowym por. ang. capital (market) asset.

$$r_{i,t} = E(r_i) + e_{i,t} \quad (4)$$

Źródło: J.C. Francis, *Inwestycje: analiza i zarządzanie*, WIG Press, Warszawa, 2000, s. 292.

Teraz należy zauważyć, że z obserwacji empirycznych wynika, że stopy zwrotu z różnych akcji cechuje duże podobieństwo. To oznacza, że oczekiwane stopy zwrotu z akcji $E(r_i)$ będą funkcją zmian wartości wszystkich instrumentów finansowych na rynku (tzw. rynkowych stóp zwrotu, w skrócie: rynku). Zakłada się, że zależność ta ma charakter liniowy.

$$E(r_i) = a_i + b_i E(r_m) \quad (5)$$

gdzie:

a_i , b_i – parametry funkcji liniowej,

$E(r_m)$ – oczekiwana stopa zwrotu z portfela rynkowego.

Źródło: J.C. Francis, *Inwestycje: analiza i zarządzanie*, WIG Press, Warszawa, 2000, s. 293.

Połączenie wzorów (4) oraz (5) prowadzi do formuły 6:

$$r_{i,t} = a_i + b_i E(r_m) + e_{i,t} \quad (6)$$

Źródło: J.C. Francis, *Inwestycje: analiza i zarządzanie*, WIG Press, Warszawa, 2000, s. 294.

gdzie:

$$r_m = \frac{WIG_t - WIG_{t-1}}{WIG_{t-1}} \quad (7)$$

gdzie:

WIG_t – wartość indeksu WIG w chwili t ,

WIG_{t-1} – wartość indeksu WIG w chwili $t-1$.

Formuła 6 pokazuje, że stopa zwrotu z akcji zależy od parametrów specyficznych dla danej akcji – parametru a_i oraz e_i , oraz parametru $b_i E(r_m)$, który zależy od zmian cen akcji wszystkich instrumentów na rynku (tzw. portfela rynkowego). Jeżeli inwestor kupi wiele różnych akcji, parametry e_i znikną, stopa zwrotu portfela będzie zależała wyłącznie od parametrów $b_i E(r_m)$ oraz a_i .

Dlatego teoria CAPM stanowi, że z racji możliwości dywersyfikacji ryzyka specyficznego, inwestorzy powinni zwracać uwagę wyłącznie na ryzyko niedywersyfikowalne, czyli rynkowe, we wzorze oznaczane symbolami $b_i E(r_m)$.

Jednak na rynku istnieją papiery wartościowe przynoszące dochód pozbawiony ryzyka. Są to rządowe papiery wartościowe²⁸². Istnienie takich „bezpiecznych” papierów wartościowych oznacza, że inwestorzy nie kupią papierów wartościowych obarczonych ryzykiem rynkowym, jeżeli stopy zwrotu z tych instrumentów nie będą wyższe od stóp zwrotu z instrumentów wolnych od ryzyka, R_f . Czyli, aby inwestorzy kupili akcje albo inne obciążone ryzykiem papiery wartościowe, stopy zwrotu z tych instrumentów $E(r_i)$ muszą być wyższe niż stopa zwrotu z instrumentów wolnych od ryzyka, R_f aby skompensować ryzyko rynkowe liczone jako $b_i(r_m - R_f)$. Powyższe założenia prowadzą do formuły CAPM (formuła 8):

$$E(r_i) = R_f + b_i(r_m - R_f) = R_f + \frac{\text{cov}(r_i; r_m)}{\text{var}(r_m)}(r_m - R_f) \quad (8)$$

Źródło: J.C. Francis, *Inwestycje: analiza i zarządzanie*, WIG Press, Warszawa, 2000, s. 304.

Model CAPM opisuje stan rynku w równowadze, gdy wszyscy inwestorzy posiadają pełną informację o rynku i wszystkich obowiązują te same koszty transakcyjne. W rzeczywistości rynek rzadko kiedy znajduje się w pełnej równowadze, a inwestorzy posiadają pełną informację. Mimo niespełnienia wszystkich założeń model CAPM jest bardzo popularnym narzędziem wykorzystywanym w finansach. Jest wykorzystywany do prognozowania stóp zwrotu z akcji oraz innych rynkowych²⁸³ instrumentów finansowych, do szacowania ryzyka rynkowego różnych instrumentów finansowych, a także do obliczania kosztu kapitału własnego firm, ponieważ oczekiwana przez rynek stopa zwrotu z akcji jest dla spółek akcyjnych kosztem kapitału akcyjnego. Jeżeli empiryczne²⁸⁴ stopy zwrotu z akcji będą niższe od stóp zwrotu oczekiwanych przez rynek, niezadowoleni inwestorzy mogą: odwołać zarząd spółki, wymusić wysoką dywidendę wbrew interesowi firmy, albo sprzedać akcje co obniży ich kurs. To spowoduje z kolei niską ocenę firmy przez rynek, przez klientów i dostawców firmy, uniemożliwi spółce wprowadzenie na rynek nowych emisji.

9.3.1.1. Współczynnik beta

Parametr określający ryzyko niedywersyfikowalne (rynkowe) oznaczane w modelu CAPM formułą $b_i(r_m - R_f)$ zawiera parametr b_i nazywany współczynnikiem beta.

²⁸² Założenie, że rządowe papiery wartościowe są zawsze pozbawione ryzyka jest umowne. Papiery wartościowe wyemitowane przez rządy krajów o niestabilnym systemie politycznym lub słabej gospodarce są obciążone ryzykiem. Papiery wartościowe wyemitowane przez rządy krajów o stabilnym systemie politycznym i gospodarce są niemalże pozbawione ryzyka, ponieważ ryzyko niewypłacalności jest niemalże zerowe.

²⁸³ Rynkowych, czyli znajdujących się w publicznym obrocie, notowanych na giełdzie papierów wartościowych.

²⁸⁴ Empiryczne, czyli rzeczywiste, które faktycznie wystąpiły.

Zmienna ta reprezentuje ryzyko systematyczne²⁸⁵ i-tego waloru, czyli jak zmieni się stopa zwrotu z akcji i w reakcji na zmianę rynkowej stopy zwrotu²⁸⁶. Przeciętnie, współczynnik beta dla akcji wynosi jeden, ale poszczególne akcje mają ten współczynnik mniejszy lub większy od jedności. Jeżeli współczynnik beta jest wyższy od jedności oznacza to, że stopy zwrotu²⁸⁷ z akcji danej spółki zmieniają się szybciej od rynku, np. jeżeli współczynnik beta wynosi 2, to w reakcji na zmianę rynkowej stopy zwrotu o 5 pkt. proc., oczekiwana stopa zwrotu z akcji i wzrośnie o 10 pkt. proc. Jeżeli jednak rynkowa stopa zwrotu spadnie o 5 pkt. proc., stopa zwrotu z akcji spadnie o 10 pkt. proc.

Im wyższy jest współczynnik beta tym wyższa jest także oczekiwana stopa zwrotu z akcji. Załóżmy, że wolna od ryzyka stopa zwrotu, R_f , wynosi 5%, a rynkowa stopa zwrotu, r_m , 12%. Jeżeli współczynnik beta, b_i , wynosi 0,8, oczekiwana przez rynek stopa zwrotu z akcji wyniesie: $5\% + 0,8 * (12\% - 5\%) = 5\% + 5,6\% = 10,6\%$. Ale jeżeli współczynnik beta wynosi 2, oczekiwana przez rynek stopa zwrotu wynosi $5\% + 2 * (12\% - 5\%) = 5\% + 14\% = 19\%$. Z punktu widzenia firmy jest to koszt kapitału pozyskanego z emisji akcji, czyli koszt kapitału własnego. Jeżeli firma nie wypłaca regularnej dywidendy metodę tę przenosi się również na pozostałe formy kapitału własnego – zyski zatrzymane i kapitały zapasowe i rezerwowe.

Współczynnik beta oblicza się tak samo, jak współczynnik „kierunkowy” w funkcji regresji liniowej. Zanim można jednak przeprowadzić obliczenia trzeba obliczyć stopy zwrotu z akcji oraz procentowe zmiany indeksu WIG. Utrudnieniem w obliczeniach mogą być zjawiska zakłócające kursy akcji:

- podział akcji (split) – wszystkie kursy akcji przed datą splitu należy skorygować o split – jeżeli z jednej akcji wynosiła 120 zł, a split był jak 1:2, to wartość akcji wyniesie $120/2 = 60$ zł;
- wypłata dywidendy – wypłaconą dywidendę na jedną akcję należy dodać do wszystkich kursów akcji przed wypłatą dywidendy (przed datą „W”);
- wykup akcji (jest to forma wypłacenia dywidendy) – kwotę, za jaką wykupiono akcje dzieli się przez ilość akcji pozostałych w obrocie i postępuje dalej tak jak z dywidendą.

Opisane powyżej postępowanie zostało przedstawione w tabeli 9.4, która przedstawia „surowe” ceny akcji jakie można znaleźć w gazetach lub w Internecie.

²⁸⁵ Ryzyko systematyczne = ryzyko niedywersyfikowalne = ryzyko rynkowe.

²⁸⁶ Rynkowa stopa zwrotu to procentowa zmiana wartości wszystkich akcji znajdujących się w obrocie na danej giełdzie, czyli $(\text{wartość portfela rynkowego w chwili } t - \text{wartość portfela rynkowego w chwili } t - 1) / \text{wartość portfela rynkowego w chwili } t$.

²⁸⁷ A także kursy akcji.

Tabela 9.4. Korekta kursów akcji o splity i dywidendę

Czas	Ceny akcji i	WIG
1	100	20 000
split akcji 1:2 (wprowadzony w tym dniu przez GPW)		
2	60	21 000
wyplacono dywidendę 10 zł na 1 akcję (dzień „W”)		
3	57,5	20 500
4	60	21 000

Źródło: Opracowanie własne.

Jak wynika z tabeli 9.4 w dniu drugim nastąpił split akcji, przez co cena akcji spadła o 50% (z jednej akcji zrobiono dwie nowe akcje). W dniu trzecim nastąpiła wypłata dywidendy. W związku z tym należy kursy akcji przed splitem podzielić przez dwa, a do kursów akcji po wypłacie dywidendy dodać wielkość wypłaconej dywidendy na jedną akcję. Następnie, można już obliczyć stopy zwrotu z akcji i portfela rynkowego – według formuł 1 oraz 5.

Tabela 9.5. Obliczanie stóp zwrotu z akcji i portfela rynkowego

Czas	Ceny akcji i	WIG	Stopa zwrotu z akcji i, r_i	Procentowa zmiana indeksu WIG, r_m
1	50	20 000	x	x
2	60	21 000	20,00%	5,00%
3	67,5	20 500	4,17%	-2,38%
4	70	21 000	4,00%	2,44%

Źródło: Opracowanie własne.

Następnie, dla obliczonych stóp zwrotu oblicza się kowariancję i wariancję dla rynkowych stóp zwrotu. Szczegółowe obliczenia pokazuje tabela 9.6.

Tabela 9.6. Obliczanie współczynnika beta

Czas	Stopa zwrotu z akcji i	Procentowa zmiana indeksu WIG	$(r_i - \text{średnie } r_i)$	$(r_m - \text{średnie } r_m)$	$(r_i - \text{średnie } r_i) \cdot (r_m - \text{średnie } r_m)$	$(r_m - \text{średnie } r_m)^2$
1	x	x	x	x	x	x
2	20,0%	5,0%	10,61%	3,31%	0,35%	0,11%
3	4,2%	-2,4%	-5,22%	-4,07%	0,21%	0,17%
4	4,0%	2,4%	-5,39%	0,75%	-0,04%	0,01%
średnia	9,4%	1,7%	x	x	x	x
suma	x	x	x	x	0,52%	0,28%

Źródło: Opracowanie własne.

Współczynnik beta uzyskuje się przez podzielenie kowariancji rynkowych stóp zwrotu i stóp zwrotu z akcji oraz kowariancji rynkowych stóp zwrotu (formuła 9)

$$b_i = \frac{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (r_i - \text{średnia } r_i) (r_m - \text{średnia } r_m)}{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (r_m - \text{średnia } r_m)^2} = \frac{\sum_{i=1}^n (r_i - \text{średnia } r_i) (r_m - \text{średnia } r_m)}{\sum_{i=1}^n (r_m - \text{średnia } r_m)^2} = \frac{0,52\%}{0,28\%} = 1,86 \quad (9)$$

gdzie:

n – ilość stóp zwrotu wykorzystanych do obliczeń, pozostałe oznaczenia jak powyżej.

W powyższym przykładzie współczynnik beta wynosił 1,86.

9.3.1.2. Odlewarowanie współczynnika beta

Jak już zostało wspomniane, pomimo, że istnieje wiele modeli szacowania kosztu kapitału własnego, m.in. APT, czy też model Gordona-Shapiro, najbardziej popularnym i uniwersalnym jest model CAPM. Jest jednak jedno ograniczenie – za pomocą modelu CAPM można obliczyć koszt kapitału własnego wyłącznie dla spółek, których akcje znajdują się w publicznym obrocie. Co jednak począć, gdy dana firma nie jest notowana na giełdzie i nie wypłaca regularnie dywidendy? Nie ma wtedy praktycznie żadnego modelu, który by pozwolił oszacować wspomnianą wielkość. Zauważono jednak, że współczynniki beta dla spółek z tej samej branży są do siebie podobne, zwłaszcza, gdy firmy posiadają podobny poziom zadłużenia. Zatem, przy założeniu pewnego marginesu błędu, można przenosić współczynnik beta pomiędzy spółkami z tej samej branży. Należy jednak najpierw współczynnik beta dostosować do poziomu zadłużenia docelowej spółki. W tym celu współczynnik beta najpierw podlega tzw. odlewarowaniu, czyli oblicza się ile by ten współczynnik wynosił, gdyby spółka w ogóle nie korzystała z zadłużenia. Jest to tzw. odlewarowany współczynnik beta (*unlevered beta coefficient*). Następnie, lewaruje się ponownie współczynniki beta obliczając ich wartość dla poziomu zadłużenia docelowej firmy.

Pozostaje kwestia formuły używanej do dostosowywania współczynników beta do poziomu zadłużenia. Istnieją przynajmniej dwie alternatywne formuły²⁸⁸ – formuła Hamady oraz Brealey’a-Myers’a.

Zgodnie z równaniem Hamady, odlewarowany współczynnik beta oblicza się następująco (formuła 10):

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{\left(1 + \frac{(1-T) * D}{E}\right)} \quad (10)$$

²⁸⁸ Autorka wciąż ma wątpliwości, czy formuły te są identyczne czy też różnią się od siebie. Wyprowadzenia formuł są różne, ale w wielu przypadkach dają ten sam wynik.

gdzie:

β_L – współczynnik beta kapitału własnego danej firmy,

β_u – współczynnik beta dla firmy niezadłużonej,

D – rynkowa wartość długu²⁸⁹,

E – rynkowa wartość kapitału własnego,

T – stopa podatku dochodowego od osób prawnych.

Przyjmijmy, że współczynnik beta obliczony dla akcji spółki „A” i wynosił 1,86, wskaźnik dług/kapitał własny dla tej spółki wynosił 150%, a podatek dochodowy dla osób prawnych 20%. Powyższy współczynnik beta przeniesiemy do spółki „B” o niższym poziomie zadłużenia, w której współczynnik dług/kapitał własny wynosi 50%.

Najpierw należy odlewarować współczynnik beta obliczony dla spółki z wyższym zadłużeniem:

$$\beta_u = \frac{\beta_L}{\left(1 + \frac{(1-T)*D}{E}\right)} = \frac{\beta_L}{\left(1 + (1-T)*\left(\frac{D}{E}\right)\right)} = \frac{1,86}{(1 + (1-20\%)*150\%)} = 0,845$$

Następnie, formułę stosuje się ponownie, aby obliczyć lewarowany współczynnik beta. Tym razem jednak do obliczeń stosuje się docelowy współczynnik dług/kapitał własny wynoszący 50%.

$$\beta_L = \beta_u * \left(1 + (1-T)*\frac{D}{E}\right) = 0,845 * (1 - 20\%) * 50\% = 1,183$$

Zatem, współczynnik beta dla spółki nie notowanej na giełdzie, ale działającej w tej samej branży, co spółka dla której pierwotnie obliczono współczynnik beta wynosi około 1,183. Na tej podstawie można obliczyć koszt kapitału własnego dla tej firmy. Opierając się na wcześniejszych założeniach, niech stopa wolna od ryzyka R_f wynosi 5%, rynkowa stopa zwrotu r_m 10%. Wtedy koszt kapitału własnego w firmie wyniesie $5\% + 1,183 * (10\% - 5\%) = 10,92\%$. Uzyskana wartość może zostać wykorzystana do wyceny firmy lub ustalenia ceny emisyjnej akcji, gdyby firma chciała przeprowadzić emisję akcji.

Druga, alternatywna metoda (opisana przez Brealey’a-Myersa), stanowi, że współczynnik beta dla danej firmy jest średnią ważoną współczynników beta różnych instrumentów finansujących daną firmę. W szczególności, dotyczy to kapita-

²⁸⁹ Wartość rynkowa danego instrumentu finansowego to wartość wszystkich egzemplarzy danego instrumentu finansowego, które są notowane na giełdzie.

lu własnego (akcji) oraz obligacji i innych form długu korporacyjnego notowanych na giełdzie. Współczynnik beta całej firmy (aktywów) wyniesie wtedy (formuła 11):

$$\beta_a = \beta_e * \frac{E}{D * (1-T) + E} + \beta_d * \frac{D * (1-T)}{D * (1-T) + E} \quad (11)$$

gdzie:

- β_a – współczynnik beta aktywów,
- β_e – współczynnik beta kapitału własnego danej firmy,
- β_d – współczynnik beta długu (np. kredytu, obligacji),
- D – wartość długu,
- E – wartość kapitału własnego,
- T – stopa podatku dochodowego od osób prawnych.

Ponieważ zaś często dług firmy nie jest notowany na giełdzie i jego współczynnik beta wynosi zero, można uzyskać wzór na „odlewarowany” współczynnik beta (aktywów):

$$\beta_a = \beta_e * \frac{E}{D * (1-T) + E} \quad (12)$$

gdzie:

- β_a – współczynnik beta aktywów,
- β_e – współczynnik beta kapitału własnego danej firmy,
- D – wartość długu,
- E – wartość kapitału własnego,
- T – stopa podatku dochodowego od osób prawnych.

Współczynnik beta aktywów jest odpowiednikiem odlewarowanego współczynnika beta z formuły Hamady. W przypadku niewystępowania dłużnych papierów wartościowych wyemitowanych przez firmę, a notowanych na giełdzie, obydwie formuły – Hamady i Brealey’a-Myersa dają identyczne rezultaty.

W celu udowodnienia tego, ponownie posłużymy się tym samym przykładem. Założmy zatem, że firma „A” notowana na giełdzie posiada współczynnik dług/kapitał własny równy 150% (czyli jak 150 do 100) i współczynnik beta wynoszący 1,86. Stopa podatku dochodowego od osób prawnych wynosi 20%. Wskaźnik dług/kapitał własny dla firmy „B” nienotowanej na giełdzie niech wynosi 50% (czyli jak 50 do 100). Podobnie jak to miało miejsce w przypadku formuły Hamady najpierw na-

leży obliczyć współczynnik beta aktywów, odlewarowany, czyli pozbawiony wpływu dźwigni finansowej (zadłużenia). Po podstawieniu odpowiednich wartości do formuły (12) uzyskujemy:

$$\beta_a = \beta_e * \frac{E}{D * (1 - T) + E} = 1,86 * \frac{100}{150 * (1 - 20\%) + 100} = 0,845$$

Następnie formułę wykorzystuje się powtórnie do obliczenia współczynnika beta dla docelowej struktury kapitałowej – w firmie nienotowanej na giełdzie.

$$\beta_e = \beta_a * \frac{D * (1 - T) + E}{E} = 0,845 * \frac{50 * (1 - 20\%) + 100}{100} = 1,183$$

To udowadnia podobieństwo obydwu formuł „odlewarowujących” współczynniki beta.

9.3.2. Dobór zmiennych do modelu CAPM

Wybór modelu CAPM nie determinuje jeszcze źródeł pochodzenia poszczególnych elementów formuły CAPM. Jak zostało wcześniej wspomniane, istnieje wiele wariantów tej metody i należy ustalić jakie rozwiązania są najwłaściwsze dla warunków polskich.

9.3.2.1. Współczynniki beta

Pierwszym dylematem jest wybór właściwego współczynnika beta. Wielu badaczy (np. Damodaran²⁹⁰ lub Zarzecki²⁹¹) twierdzi, że rynek polski jest zbyt mało ustabilizowany, aby móc bezpośrednio szacować dla niego współczynniki beta. Inni z kolei uważają, że w ostatnich latach nastąpił wystarczający progres, aby było to jednak możliwe. A zatem należy podjąć decyzję czy opierać się na współczynnikach beta obliczanych bezpośrednio dla polskich spółek giełdowych, czy też wykorzystać współczynniki beta z innych krajów (tzw. wschodzących rynków), które ze względu na dużą próbę spółek dałyby bardziej wiarygodne wyniki. Przykładem takich danych międzynarodowych są obliczenia A. Damodarana dla wschodzących rynków (porównaj tabela 9.7).

Kolejna kwestia to decyzja czy dokonać korekty dla spółek o bardzo wysokich lub bardzo niskich współczynnikach beta. Agencja informacyjna Bloomberg'a kory-

²⁹⁰ Op. cit., s. 68.

²⁹¹ Op. cit., s. 17.

guje „surowe” współczynniki beta według formuły: oryginalny współczynnik beta razy 0,66 plus 0,34. Przy „przenoszeniu” współczynników beta pomiędzy krajami i firmami należy również uczynić poprawkę na różne poziomy zadłużenia poszczególnych firm, czyli zastosować opisane wcześniej „odlewarowywanie” współczynnika beta. A. Damodaran stosuje obydwie wspomniane korekty.

Tabela 9.7 przedstawia odlewarowane współczynniki beta dla rynków wchodzących (bez korekty Bloomberg’a) proponowane przez A. Damodarana²⁹². Dla porównania, tabela 9.8 przedstawia te same współczynniki obliczone dla spółek polskich (ceny akcji zostały skorygowane o split’y akcji i o wypłaconą dywidendę, bez korekty Bloomberg’a, bez odlewarowania). Ze względu na ograniczenie badań do wybranych działów gospodarki, tabele 9.7 i 9.8 zawężono do tych działów.

Tabela 9.7. Współczynniki beta dla wchodzących rynków, odlewarowanie współczynników wykonano za pomocą równania Hamady

Przemysł	Ilość firm	Beta	Wskaźnik dług/kapitał własny	Stopa podatku	Beta odlewarowane	Gotówka/wartość firmy	Odlewarowane beta skorygowane o gotówkę
Aplikacje internetowe	4	1.73	3.65%	7.74%	1.67	5.70%	1.77
Aplikacje komputerowe	39	1.08	8.44%	12.73%	1.01	10.28%	1.12
Auta/ciągarówki części i wyposażenie nie oryginalne	28	0.82	41.64%	32.45%	0.64	3.80%	0.67
Auta/ciągarówki części i wyposażenie oryginalne	67	0.89	30.46%	18.33%	0.71	11.66%	0.80
Auta/osobowe/lekke cięgarówki	55	1.01	255.90%	22.93%	0.34	17.14%	0.41
Auto/średnie i wielkie cięgarówki	15	1.06	33.17%	18.72%	0.83	12.95%	0.96
Baterie/akumulatory/systemy	10	0.91	51.78%	23.57%	0.65	7.39%	0.70
Bezpieczeństwo Internetu	2	0.93	2.08%	6.94%	0.91	12.68%	1.04
Bielizna	4	0.87	82.35%	12.98%	0.51	6.63%	0.54
Biura – materiały i formularze	2	0.84	22.88%	12.28%	0.70	26.41%	0.95
Biura – meble	3	0.86	6.49%	25.17%	0.82	8.87%	0.90
Biura – sprzęt biurowy	5	0.96	17.72%	14.68%	0.83	15.15%	0.98
Budownictwo – cement i preparaty wiążące	170	0.87	44.27%	20.87%	0.64	6.54%	0.69
Budownictwo – ciężkie konstrukcje	71	0.98	53.32%	19.92%	0.69	16.50%	0.82
Budownictwo – produkcja z drewna	20	0.94	33.68%	12.82%	0.73	7.43%	0.79
Budownictwo – różne, konstrukcja ciężka	66	0.94	62.80%	22.47%	0.63	12.24%	0.72
Budownictwo mieszkaniowe/komercyjne	25	0.96	184.81%	21.34%	0.39	10.67%	0.44
Budownictwo produkcja drzwi i okien	3	0.98	26.11%	17.30%	0.80	13.25%	0.92
Budownictwo produkcja lekkich elementów wyposażenia	1	0.91	0.00%	5.05%	0.91	20.84%	1.15
Budownictwo różne lekkie konstrukcje	49	0.91	32.20%	16.13%	0.72	11.06%	0.81
Budownictwo systemy klimatyzacyjne i grzewcze	7	0.78	24.65%	11.08%	0.64	18.00%	0.78

²⁹² Dane są dostępne na stronie internetowej [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ \(the data page\)](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ (the data page)).

Tabela 9.7. c.d. Współczynniki beta dla wschodzących rynków, odlewarowanie współczynników wykonano za pomocą równania Hamady

Przemysł	Ilość firm	Beta	Wskaźnik dług/kapitał własny	Stopa podatku	Beta odlewarowane	Gotówka/wartość firmy	Odelewarowane beta skorygowane o gotówkę
Centra naprawy samochodów	1	1.07	0.41%	0.00%	1.06	0.00%	1.06
Chemiczny – inne	38	0.98	47.04%	19.13%	0.71	11.00%	0.80
Chemiczny – plastiki	36	0.98	36.43%	14.86%	0.75	6.32%	0.80
Chemiczny – specjalny	40	0.91	33.98%	22.85%	0.72	7.96%	0.78
Chemiczny – włókna	26	1.07	130.93%	20.05%	0.52	12.18%	0.59
Chemikalia rolnicze	62	0.95	46.18%	26.15%	0.71	8.59%	0.78
Cukier	18	0.86	31.33%	16.41%	0.68	3.97%	0.71
Diagnostyka weterynaryjna	1	1.03	19.92%	0.25%	0.86	12.17%	0.98
Drobiarstwo	9	0.86	67.64%	13.02%	0.54	11.59%	0.61
Dystrybucja/sprzedaż hurtowa	65	0.90	32.98%	18.23%	0.71	12.69%	0.81
Dystrybucja części elektronicznych	28	1.02	58.97%	21.28%	0.69	12.58%	0.79
Dystrybucja gazu	52	0.65	41.68%	23.91%	0.50	6.42%	0.53
Elektroniczne instrumenty pomiarowe	5	0.89	9.37%	7.28%	0.82	10.78%	0.92
Elektronicznie urządzenia bezpieczeństwa	8	0.89	15.36%	12.16%	0.78	7.09%	0.84
Elektronika do celów wojskowych	1	0.88	0.53%	19.76%	0.87	66.64%	2.61
Elektryczność – dystrybucja	36	0.71	51.28%	24.85%	0.51	5.87%	0.55
Elektryczność – zintegrowane	156	0.91	120.39%	33.32%	0.50	13.05%	0.58
Elementy łączeniowe elektroniczne	9	0.92	11.92%	18.12%	0.83	7.60%	0.90
Energia – źródła alternatywne	8	0.44	21.16%	7.90%	0.37	9.01%	0.40
E-usługi i doradztwo	8	1.06	26.41%	17.11%	0.87	32.00%	1.28
Farby	20	0.75	27.95%	19.61%	0.61	6.10%	0.65
Firmy inwestycyjne	84	0.83	61.02%	9.26%	0.53	7.18%	0.57
Gazy przemysłowe	2	0.58	6.73%	24.19%	0.55	4.47%	0.57
Generowanie prądu	62	0.97	65.10%	19.33%	0.63	9.27%	0.70
Grafika komputerowa	2	1.11	43.60%	16.08%	0.81	6.90%	0.87
Guma – opony	28	0.93	193.88%	27.08%	0.38	8.79%	0.42
Guma i produkty plastikowe	23	0.90	75.25%	22.86%	0.57	6.67%	0.61
Guma i winyl	10	0.90	34.10%	11.68%	0.69	4.72%	0.72
Herbata	2	0.77	42.24%	29.43%	0.59	2.94%	0.61
Import/Export	42	0.96	101.23%	22.05%	0.53	13.91%	0.62
Informacyjne serwisy internetowe	3	0.79	0.60%	24.49%	0.78	1.68%	0.80
Inkubatory internetowe	1	0.62	0.25%	31.49%	0.61	60.13%	1.54
Inne branże przemysłu komputerowego	3	0.74	5.25%	2.35%	0.70	15.01%	0.83
Instrumenty medyczne	3	0.74	7.31%	1.81%	0.69	8.46%	0.76
Instrumenty pomiarowe i kontrolne	4	1.00	110.11%	20.20%	0.53	8.31%	0.58
Kawa	4	0.80	13.66%	24.56%	0.73	27.72%	1.01
Komponenty elektroniczne – Półprzewodniki	40	1.13	27.30%	10.94%	0.91	8.59%	0.99
Komputery	36	1.03	34.81%	14.42%	0.79	15.84%	0.94
Kondesatory	9	1.17	27.07%	9.14%	0.94	15.32%	1.11
Konwersja energii – wyposażenie dystrybucji	38	0.98	25.77%	15.17%	0.80	12.76%	0.92
Kosmetyki/wyroby toaletowe	21	0.74	7.81%	24.04%	0.70	9.94%	0.77
Krysztaly/prezenty	1	0.54	32.26%	9.59%	0.42	0.94%	0.42
Lasery i części do nich	4	0.77	3.44%	6.02%	0.75	1.60%	0.76
Lotnictwo/obrona wyposaż	10	0.89	320.45%	7.31%	0.22	8.25%	0.24
Łóżka i wyposażenie szpitalne	3	0.61	44.07%	8.30%	0.43	5.38%	0.46
Magazynowanie	10	0.92	18.30%	11.68%	0.79	6.12%	0.85

Tabela 9.7. c.d. Współczynniki beta dla wschodzących rynków, odlewarowanie współczynników wykonano za pomocą równania Hamady

Przemysł	Ilość firm	Beta	Wskaźnik dług/kapitał własny	Stopa podatku	Beta odlewarowane	Gotówka/wartość firmy	Odlewarowane beta skorygowane o gotówkę
Maszyny – budownictwo i górnictwo	19	0.92	47.21%	26.27%	0.68	7.73%	0.74
Maszyny – części	16	0.92	21.69%	16.76%	0.78	5.45%	0.83
Maszyny – drukarstwo	2	1.10	10.51%	12.86%	1.01	6.78%	1.08
Maszyny – elektryka	8	0.88	119.11%	17.80%	0.45	7.46%	0.48
Maszyny – obróbka materiałów	4	0.82	117.75%	22.18%	0.43	6.55%	0.46
Maszyny – pompy	4	0.98	12.00%	18.53%	0.89	6.08%	0.95
Maszyny – procesy termalne	7	0.84	30.30%	20.18%	0.67	28.84%	0.95
Maszyny – przemysł	69	0.99	38.99%	18.26%	0.75	16.67%	0.90
Maszyny – rolnictwo	5	1.14	214.06%	19.83%	0.42	13.44%	0.49
Maszyny – urządzenia elektryczne	2	0.80	49.32%	6.62%	0.55	2.55%	0.56
Materiały wybuchowe	6	0.50	13.23%	25.20%	0.45	2.48%	0.46
Meble domowe	15	0.73	21.39%	13.69%	0.61	8.09%	0.67
Medyczne – biomedyczne	15	0.93	18.99%	13.47%	0.80	10.07%	0.89
Medyczne – dystrybucja leków	10	0.87	27.01%	33.52%	0.73	13.19%	0.85
Medyczne – leki	139	0.84	32.48%	22.39%	0.67	6.93%	0.72
Medyczne – leki ogólne	3	0.63	15.10%	27.46%	0.57	3.22%	0.59
Medyczne – szpitale	20	0.65	28.69%	18.12%	0.52	4.86%	0.55
Metal – aluminium	23	1.11	44.70%	18.04%	0.81	5.50%	0.86
Metal – miedź	13	0.91	33.79%	19.83%	0.71	14.64%	0.83
Metal – różne	25	0.88	19.67%	19.29%	0.76	14.96%	0.90
Metal – stal	12	1.03	57.47%	20.33%	0.70	15.87%	0.84
Metale nieżelazne	26	0.94	56.53%	25.44%	0.66	6.92%	0.71
Motocykle i skutery	14	0.95	49.04%	24.24%	0.69	12.89%	0.79
Nadprzewodniki – produkcja i systemy	1	0.89	61.51%	17.29%	0.59	1.25%	0.60
Napoje niealkoholowe	28	0.77	23.20%	23.67%	0.66	12.03%	0.74
Napoje wino – spirytusowe	45	0.78	16.21%	21.93%	0.69	6.51%	0.74
Narzędzia ręczne	6	0.80	44.09%	14.85%	0.58	7.91%	0.63
Niezależni producenci energii	3	0.65	74.56%	13.03%	0.39	10.50%	0.44
Obuwie	11	0.80	10.74%	15.49%	0.73	13.08%	0.84
Obuwie sportowe	6	0.81	36.79%	6.87%	0.60	6.96%	0.65
Ochrona środowiska i usługi konsultingowe w tym zakresie	2	1.12	9.04%	10.67%	1.04	13.37%	1.20
Odpady nietoksyczne	3	1.00	4.44%	18.84%	0.96	12.47%	1.10
Oprogramowanie edukacyjne	3	1.15	35.84%	3.54%	0.85	3.99%	0.89
Oprogramowanie firm – systemy operacyjne	12	1.03	8.43%	8.16%	0.95	12.85%	1.09
Oprogramowanie infrastruktury internetowej	3	0.94	2.12%	45.70%	0.93	13.72%	1.08
Oprogramowanie komputerowe	8	0.96	7.11%	35.34%	0.92	5.59%	0.97
Oprogramowanie komunikacyjne	7	1.02	8.38%	9.43%	0.95	9.19%	1.05
Oprogramowanie rozrywkowe	4	1.23	0.47%	11.10%	1.22	19.76%	1.52
Oprogramowanie wspomagające decyzje	5	1.17	5.81%	16.02%	1.11	8.72%	1.22
Peryferia komputerowe	37	1.04	40.16%	11.62%	0.77	15.39%	0.91
Petrochemiczny	57	1.05	52.95%	19.56%	0.74	6.39%	0.79
Piwowarstwo	49	0.77	20.71%	23.84%	0.67	11.63%	0.76
Płyty pod układy scalone	37	1.04	46.31%	9.51%	0.74	8.49%	0.80
Pojemniki metal/szkło	16	0.87	29.52%	13.03%	0.69	9.06%	0.76
Pojemniki papier/plastik	30	0.85	25.20%	15.36%	0.70	10.21%	0.78
Portale internetowe	7	1.04	0.66%	6.29%	1.03	13.25%	1.19

Tabela 9.7. c.d. Współczynniki beta dla wschodzących rynków, odlewarowanie współczynników wykonano za pomocą równania Hamady

Przemysł	Ilość firm	Beta	Wskaźnik dług/kapitał własny	Stopa podatku	Beta odlewarowane	Gotówka/wartość firmy	Odelewarowane beta skorygowane o gotówkę
Półprzewodniki – wyposażenie	19	1.04	13.38%	15.68%	0.93	7.41%	1.01
Półprzewodniki, układy scalone	52	1.19	34.36%	7.87%	0.90	8.63%	0.99
Preparaty czyszczące, mydło	12	0.90	20.34%	20.92%	0.77	13.69%	0.90
Producenci ubrań	56	0.93	57.64%	15.53%	0.62	13.11%	0.72
Produkcja ceramiczna	25	0.80	28.21%	21.93%	0.66	11.60%	0.74
Produkcja przemysłowych kamer i sprzętu audio-video	3	0.85	5.81%	20.92%	0.81	6.79%	0.87
Produkcja rowerów	10	0.96	64.13%	11.81%	0.61	8.85%	0.67
Produkty audio-video	41	1.01	68.16%	13.14%	0.63	16.17%	0.76
Produkty dekorowania domów	3	0.95	72.89%	9.72%	0.57	12.12%	0.65
Produkty i systemy oświetleniowe	7	0.93	18.66%	9.29%	0.79	13.68%	0.92
Produkty medyczne	7	0.81	19.97%	21.15%	0.70	4.93%	0.73
Produkty metalowe – dystrybucja	4	0.72	39.30%	23.96%	0.55	8.09%	0.60
Produkty metalowe – obróbka, produkcja	53	1.05	44.71%	17.03%	0.77	9.89%	0.85
Produkty metalowe-łączniki	9	0.86	33.66%	18.41%	0.68	9.95%	0.75
Produkty ochrony zdrowia kobiet	1	0.69	6.86%	11.65%	0.65	11.86%	0.74
Produkty w e-handlu	2	1.06	2.29%	7.00%	1.04	6.51%	1.11
Produkty weterynaryjne	1	0.65	0.00%	23.97%	0.65	0.65%	0.66
Produkty z drutu, kable	28	0.94	82.04%	18.20%	0.56	12.24%	0.64
Projektowanie elektronicznych urządzeń automatycznych	1	0.85	7.35%	2.03%	0.79	6.75%	0.85
Projektowanie i usługi badawczo i rozwojowe	30	0.88	22.52%	21.06%	0.75	11.59%	0.85
Projektowanie wsparte komputerowo	1	1.13	47.67%	14.61%	0.80	6.37%	0.85
Przemysł chemiczny – różny	60	0.86	83.20%	19.84%	0.52	6.79%	0.56
Przemysł mineralny – różny	28	1.00	33.25%	13.69%	0.77	3.65%	0.80
Roboty i automaty przemysłowe	9	1.00	12.51%	18.01%	0.91	6.86%	0.97
Ropa naftowa – produkcja	40	0.92	34.75%	22.45%	0.72	6.68%	0.77
Różne komponenty elektroniczne	139	1.01	34.24%	13.74%	0.78	12.28%	0.89
Różne produkty elektryczne	25	0.95	63.47%	20.78%	0.63	10.00%	0.70
Rury	7	0.94	45.98%	23.72%	0.70	7.13%	0.75
Silniki – spalanie wewnętrzne	17	0.90	13.62%	18.69%	0.81	18.05%	0.99
Spożywcze – catering	3	0.66	2.30%	21.30%	0.65	5.72%	0.69
Spożywcze – mąka i zbożowy	15	0.71	70.89%	20.94%	0.45	10.62%	0.51
Spożywcze – mięso	22	0.62	38.51%	13.09%	0.46	12.44%	0.53
Spożywcze – nabiał	23	0.71	24.01%	23.45%	0.60	10.26%	0.67
Spożywcze – piekarstwo	4	0.96	19.25%	7.48%	0.81	6.86%	0.87
Spożywcze – różne	81	0.80	61.67%	18.61%	0.54	7.60%	0.58
Spożywcze – sprzedaż detaliczna	19	0.87	26.01%	34.98%	0.74	6.93%	0.80
Spożywcze – sprzedaż hurtowa	12	0.81	17.61%	24.42%	0.72	13.86%	0.83
Spożywcze – wyroby cukiernicze	13	0.77	25.98%	37.50%	0.66	10.13%	0.73
Spożywcze – żywność puszkowana	10	0.76	24.61%	24.91%	0.64	5.80%	0.68
Sprzedaż bezpośrednia	1	0.56	0.00%	25.93%	0.56	15.46%	0.67
Sprzedaż detaliczna – apteki	6	0.95	47.22%	31.82%	0.72	11.75%	0.81
Sprzedaż detaliczna – biżuteria	25	0.87	54.18%	18.32%	0.60	15.14%	0.71

Tabela 9.7. c.d. Współczynniki beta dla wschodzących rynków, odlewarowanie współczynników wykonano za pomocą równania Hamady

Przemysł	Ilość firm	Beta	Wskaźnik dług/kapitał własny	Stopa podatku	Beta odlewarowane	Gotówka/wartość firmy	Odelewarowane beta skorygowane o gotówkę
Sprzedaż detaliczna – buty i odzież	10	0.85	1.83%	21.59%	0.83	6.24%	0.89
Sprzedaż detaliczna – dyskonty	10	0.77	20.56%	20.83%	0.67	10.69%	0.75
Sprzedaż detaliczna – elektronika	1	1.16	17.16%	30.67%	1.04	27.53%	1.43
Sprzedaż detaliczna – hipermarkety	13	0.79	13.50%	30.37%	0.72	10.09%	0.81
Sprzedaż detaliczna – małe sklepy	4	0.65	5.71%	18.51%	0.62	13.70%	0.71
Sprzedaż detaliczna – meble domowe	5	0.55	16.84%	24.63%	0.48	6.13%	0.52
Sprzedaż detaliczna – produkty budowlane	4	0.67	10.91%	25.95%	0.62	8.65%	0.68
Sprzedaż detaliczna – produkty ropy naftowej	11	0.75	73.00%	17.82%	0.47	3.93%	0.49
Sprzedaż detaliczna – regionalne domy handlowe	51	0.97	53.06%	30.51%	0.71	20.90%	0.90
Sprzedaż detaliczna – restauracje	15	0.92	16.50%	28.50%	0.82	9.78%	0.91
Sprzedaż detaliczna – różne	26	0.85	27.31%	28.94%	0.71	9.98%	0.79
Sprzedaż detaliczna – samochody	15	0.75	232.51%	28.01%	0.28	10.30%	0.31
Sprzedaż detaliczna – urządzenie	8	0.87	82.24%	19.83%	0.52	7.79%	0.57
Sprzedaż detaliczna – wielkie domy handlowe	20	1.04	82.98%	18.05%	0.62	13.26%	0.71
Sprzedaż detaliczna – wyposażenie komputerowe	4	0.72	23.38%	27.76%	0.62	12.49%	0.71
Sprzedaż detaliczna – perfumy i kosmetyki	2	1.11	2.33%	15.24%	1.08	9.51%	1.20
Sprzet gosp domowego	46	0.92	49.11%	15.89%	0.65	12.86%	0.75
Sprzet kontroli zanieczyszczenia powietrza	2	0.94	25.78%	37.38%	0.81	26.04%	1.10
Sprzet sportowy	1	0.69	17.32%	8.30%	0.60	8.52%	0.65
Sprzet użytku domowego	11	0.94	82.83%	26.06%	0.58	7.85%	0.63
Stal – producenci	122	1.04	62.70%	16.74%	0.69	7.41%	0.74
Stal – specjalne	25	0.93	79.80%	26.57%	0.58	6.92%	0.63
Stalowe rury i tuby	34	0.91	95.61%	19.30%	0.51	3.50%	0.53
Stocznie	14	0.89	30.40%	19.36%	0.71	9.70%	0.79
Systemy oczyszczania wody	10	0.85	22.04%	18.95%	0.72	16.83%	0.87
Szerokie usługi serwisowe	1	0.70	3.02%	1.23%	0.68	3.21%	0.70
Tekstylia	1	1.15	8.70%	17.03%	1.07	23.87%	1.41
Tekstylia – produkty	81	0.95	68.12%	22.34%	0.62	4.89%	0.65
Tekstylia – używane w domu	5	0.52	17.17%	6.24%	0.45	4.52%	0.47
Tekstylia – ubrania	48	0.85	92.60%	24.48%	0.50	10.46%	0.56
Telefonia Internetowa	3	1.36	3.59%	38.61%	1.33	11.73%	1.50
Telefony – różne	43	0.93	152.82%	25.34%	0.43	7.35%	0.47
Telekomunikacja – wyposażenie	59	1.05	36.85%	12.01%	0.79	15.54%	0.94
Telekomunikacja, światłowody, optyka	6	1.27	18.63%	23.30%	1.11	11.37%	1.25
Transmisja energii elektrycznej	4	1.07	154.86%	22.86%	0.49	1.48%	0.50
Transport – ciężarówki	9	0.94	20.75%	28.36%	0.82	6.69%	0.88
Transport – usługi	42	0.88	50.06%	20.14%	0.63	9.78%	0.70
Transport kolejowy	6	0.98	20.51%	13.96%	0.83	3.49%	0.86
Tytoń	24	0.71	5.45%	26.89%	0.68	9.33%	0.75

Tabela 9.7. c.d. Współczynniki beta dla wschodzących rynków, odlewarowanie współczynników wykonano za pomocą równania Hamady

Przemysł	Ilość firm	Beta	Wskaźnik dług/kapitał własny	Stopa podatku	Beta odlewarowane	Gotówka/wartość firmy	Odlewarowane beta skorygowane o gotówkę
Urządzenia pamięci komputerowej	14	1.20	59.94%	11.45%	0.79	9.42%	0.87
Usługi komputerowe	12	0.87	36.82%	17.54%	0.66	15.84%	0.79
Usługi telekomunikacyjne	67	1.03	132.66%	17.81%	0.49	7.36%	0.53
Wełna	3	0.99	37.98%	29.65%	0.78	4.07%	0.81
Witaminy i produkty dietetyczne	5	1.05	10.88%	25.72%	0.97	13.01%	1.11
Woda	18	0.79	49.41%	26.47%	0.58	6.59%	0.62
Wypożyczenie diagnostyczne	3	0.71	12.45%	13.26%	0.64	6.09%	0.68
Wypożyczenie infrastruktury internetowej	1	0.81	10.70%	0.00%	0.73	4.77%	0.77
Wypożyczenie telefonów komórkowych	28	1.10	40.66%	12.05%	0.81	18.24%	0.99
Zaawansowane materiały/produkcja	16	0.97	20.12%	14.41%	0.83	11.47%	0.94
Zabawki	6	0.70	6.02%	13.41%	0.67	12.34%	0.76
Zestawy diagnostyczne	1	0.76	0.37%	11.31%	0.75	6.00%	0.80
Zintegrowane systemy komputerowe	31	1.00	20.79%	16.40%	0.85	14.56%	1.00

Źródło: Damodaran on-line, za: ValueLine, Bloomberg, 2005.

Jak to już zostało wspomniane wcześniej, tabela 9.8 przedstawia współczynniki beta obliczone dla spółek w Polsce. Klasyfikacja branżowa spółek pochodziła z bazy danych Notoria Service²⁹³. Obliczenia przeprowadzono dla okresów 3-letnich, dla tygodniowych stóp zwrotu²⁹⁴.

Porównanie tabeli 9.7 z tabelą 9.8 pokazało pewne różnice w poziomie współczynników beta pomiędzy średnią dla rynków rozwijających się a Polską. Część różnic wynikała stąd, że dane z tabeli 9.7 były skorygowane o poprawkę Bloomberg'a. Po dostosowaniu współczynników beta dla spółek polskich o wspomnianą korektę, wyniki stały się porównywalne. Odlewarowane współczynniki beta wynosiły bowiem odpowiednio (na koniec 2004 roku):

- dla firm budowlanych – dla rynków rozwijających się pomiędzy 0,39 a 0,63 dla Polski 0,26, po korekcie Bloomberg'a 0,51;
- dla firm chemicznych – dla rynków rozwijających się pomiędzy 0,5 a 0,7, dla Polski 0,49, po korekcie Bloomberg'a 0,66;
- dla firm drzewnych i papierniczych – dla rynków rozwijających się pomiędzy 0,59 do 0,61 dla Polski 0,29, po korekcie Bloomberg'a 0,53;

²⁹³ Notoria Service, III kwartał 2005 r.

²⁹⁴ Jest to metoda obliczeń stosowana również przez agencję informacyjną „Bloomberg” dla rynków rozwijających się czyli emerging markets. W przypadku rynków rozwiniętych obliczenia przeprowadza się dla okresów pięcioletnich.

Tabela 9.8. Lewarowane współczynniki beta dla wybranych działów gospodarki w latach 1997-2004 (bez korekty Bloomberg)

Wyszczególnienie	Budownictwo	Chemia	Drzewny i papirniczy	Elektronaszynowy	Energetyka i komunalne	Handel	Informatyka	Lekki budowlane	Metalowy	Motoryzacyjny	Spożywczy	Transport
Ilość firm	24	8	7	13	3	9	12	11	5	10	14	3
1.I.1997-1.I.2000	0.87	1.28	0.93	0.94	b.d.	0.47	1.20	0.85	0.71	1.04	0.78	b.d.
1.IV.1997-1.IV.2000	0.81	1.18	0.88	0.85	b.d.	0.76	1.33	0.77	0.67	0.89	0.73	b.d.
1.VII.1997-1.VII.2000	0.75	0.98	0.83	0.75	b.d.	0.71	1.07	0.74	0.68	0.81	0.71	0.58
1.X.1997-1.X.2000	0.73	0.98	0.83	0.83	b.d.	0.70	1.15	0.70	0.68	0.75	0.69	0.68
1.I.1998-1.I.2001	0.65	1.01	0.81	0.79	b.d.	0.69	1.20	0.70	0.60	0.74	0.66	0.73
1.IV.1998-1.IV.2001	0.67	0.99	0.83	0.86	b.d.	0.84	1.35	0.73	0.67	0.82	0.67	0.82
1.VII.1998-1.VII.2001	0.64	0.84	0.72	0.74	b.d.	0.82	1.41	0.64	0.63	0.78	0.53	0.82
1.X.1998-1.X.2001	0.53	0.71	0.60	0.54	0.04	0.55	1.62	0.52	0.54	0.71	0.47	0.96
1.I.1999 - 1.I.2002	0.50	0.63	0.57	0.54	0.11	0.58	1.70	0.51	0.46	0.65	0.43	0.79
1.IV.1999-1.IV.2002	0.55	0.56	0.56	0.53	0.16	0.56	1.72	0.50	0.40	0.66	0.46	0.76
1.VII.1999-1.VII.2002	0.48	0.60	0.51	0.49	0.20	0.57	1.59	0.49	0.47	0.61	0.42	0.57
1.X.1999-1.X.2002	0.46	0.57	0.46	0.46	0.14	0.55	1.61	0.41	0.48	0.61	0.37	0.54
1.I.2000-1.I.2003	0.40	0.53	0.40	0.43	0.14	0.51	1.62	0.35	0.44	0.55	0.32	0.53
1.IV.2000-1.IV.2003	0.47	0.52	0.48	0.45	0.37	0.61	1.51	0.38	0.44	0.59	0.35	0.66
1.VII.2000-1.VII.2003	0.41	0.50	0.42	0.46	0.45	0.56	1.44	0.31	0.44	0.59	0.31	0.63
1.X.2000-1.X.2003	0.47	0.55	0.50	0.42	0.49	0.58	1.36	0.35	0.65	0.62	0.31	0.66
1.I.2001-1.I.2004	0.49	0.56	0.52	0.51	0.50	0.63	1.45	0.31	0.58	0.67	0.37	0.79
1.IV.2001-1.IV.2004	0.54	0.52	0.53	0.53	0.56	0.62	1.32	0.31	0.58	0.62	0.40	0.73
1.VII.2001-1.VII.2004	0.55	0.54	0.56	0.55	0.61	0.67	1.36	0.37	0.60	0.67	0.42	0.79
1.X.2001-1.X.2004	0.58	0.55	0.58	0.50	0.63	0.68	1.34	0.36	0.61	0.65	0.42	0.84
1.I.2002-1.I.2005	0.62	0.63	0.62	0.61	0.72	0.69	1.30	0.41	0.63	0.66	0.46	0.80

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych z Reuters Polska i ze strony internetowej Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska www.bossa.pl (skorygowane o splity i dywidendy).

Tabela 9.9. Odlewarowane współczynniki beta dla branż przemysłu (na podstawie spółek giełdowych, bez korekty Blomberga)

Wyszczególnienie	Budo- wnictwo	Chemia	Drzewny i papierniczy	Elektroma- szynowy	Energetyka i komunalne	Handel	Infor- matyka	Lekki budowlane	Metalowy	Motory- zacyjny	Spożywczy	Transport
Ilość firm	24	8	7	13	3	9	12	11	5	10	14	3
1.I.1997-1.I.2000	0.57	1.09	0.53	0.61	b.d.	0.40	0.88	0.66	0.61	0.68	0.41	b.d.
1.IV.1997-1.IV.2000	0.54	1.00	0.50	0.55	b.d.	0.43	0.97	0.59	0.56	0.57	0.41	b.d.
1.VII.1997-1.VII.2000	0.50	0.83	0.46	0.47	b.d.	0.43	0.73	0.57	0.53	0.60	0.42	0.52
1.X.1997-1.X.2000	0.48	0.83	0.46	0.50	b.d.	0.41	0.78	0.53	0.53	0.53	0.38	0.61
1.I.1998-1.I.2001	0.42	0.85	0.45	0.49	b.d.	0.38	0.80	0.52	0.46	0.52	0.36	0.65
1.IV.1998-1.IV.2001	0.43	0.83	0.45	0.54	b.d.	0.44	0.90	0.54	0.50	0.56	0.37	0.72
1.VII.1998-1.VII.2001	0.41	0.70	0.39	0.46	b.d.	0.42	0.92	0.47	0.46	0.52	0.33	0.72
1.X.1998-1.X.2001	0.33	0.57	0.33	0.33	0.03	0.27	1.10	0.38	0.39	0.44	0.29	0.84
1.I.1999 - 1.I.2002	0.33	0.49	0.32	0.31	0.08	0.25	1.16	0.37	0.32	0.38	0.29	0.68
1.IV.1999-1.IV.2002	0.33	0.44	0.31	0.31	0.26	0.24	1.20	0.35	0.34	0.36	0.28	0.66
1.VII.1999-1.VII.2002	0.31	0.47	0.28	0.27	0.15	0.25	1.10	0.34	0.32	0.33	0.29	0.47
1.X.1999-1.X.2002	0.29	0.43	0.24	0.27	0.11	0.24	1.10	0.29	0.33	0.32	0.26	0.45
1.I.2000-1.I.2003	0.25	0.40	0.20	0.25	0.11	0.25	1.09	0.30	0.30	0.28	0.22	0.43
1.IV.2000-1.IV.2003	0.27	0.46	0.25	0.29	0.26	0.26	1.02	0.32	0.29	0.30	0.24	0.51
1.VII.2000-1.VII.2003	0.24	0.43	0.22	0.27	0.37	0.25	0.96	0.25	0.29	0.29	0.22	0.49
1.X.2000-1.X.2003	0.26	0.48	0.26	0.29	0.39	0.25	0.90	0.29	0.42	0.31	0.21	0.49
1.I.2001-1.I.2004	0.26	0.49	0.26	0.30	0.40	0.27	0.95	0.29	0.38	0.35	0.25	0.55
1.IV.2001-1.IV.2004	0.26	0.48	0.26	0.31	0.45	0.27	0.87	0.28	0.38	0.33	0.23	0.50
1.VII.2001-1.VII.2004	0.28	0.49	0.28	0.32	0.50	0.30	0.93	0.35	0.38	0.40	0.23	0.50
1.X.2001-1.X.2004	0.26	0.49	0.29	0.32	0.51	0.30	0.91	0.33	0.37	0.40	0.24	0.50
1.I.2002-1.I.2005	0.29	0.47	0.32	0.36	0.57	0.31	0.87	0.32	0.37	0.59	0.31	0.50

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych z Reuters Polska, ze strony internetowej Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska www.bossa.pl (skorygowane o splity i dywidendy) oraz danych z bazy danych Notoria Service III kwartał 2005 roku.

- dla firm informatycznych dla rynków rozwijających się pomiędzy 0,79 a 0,92, dla Polski 0,91, po korekcie Bloomberg 0,94;
- dla firm handlowych dla rynków rozwijających się 0,52, dla Polski 0,3, po korekcie Bloomberg 0,53
- dla firm elektromaszynowych dla rynków rozwijających się 0,42, dla Polski 0,32, po korekcie Bloomberg 0,55;
- dla przemysłu lekkiego dla rynków rozwijających się pomiędzy 0,72 a 1,07, dla Polski 0,38, po korekcie Bloomberg 0,59;
- dla firm energetycznych i komunalnych dla rynków rozwijających się 0,63, dla Polski 0,51, po korekcie Bloomberg 0,67;
- dla (produkcji i sprzedaży) materiałów budowlanych dla rynków rozwijających się pomiędzy 0,64 a 0,8, dla Polski 0,37, po korekcie Bloomberg 0,58;
- dla przemysłu metalowego dla rynków rozwijających się 0,6, dla Polski 0,40, po korekcie Bloomberg 0,6;
- dla przemysłu spożywczego dla rynków rozwijających się 0,6, dla Polski 0,24, po korekcie Bloomberg 0,49;
- dla firm transportowych dla rynków rozwijających 0,63 (transport samochodowy), dla Polski 0,50, po korekcie Bloomberg 0,67.

Z uwagi na to, że wyniki A. Damodarana były podobne do obliczeń dla spółek polskich nie było potrzeby w dalszych obliczeniach opierania się na współczynnikach Damodarana dla rynków wschodzących (czyli na danych z tabeli 9.7). Z tego powodu, do obliczenia kosztu kapitału własnego w Polsce wykorzystano wyniki obliczeń własnych z tabeli 9.8.

9.3.2.2. Stopa wolna od ryzyka

Oprócz współczynnika beta model CAPM wymaga określenia stopy wolnej od ryzyka. Jedna szkoła twierdzi, że należy w tym celu wykorzystywać średnią rentowność obligacji rządowych, druga, że lepszą miarą jest rentowność bonów skarbowych (porównaj tabele 9.10 i 9.11). Porównując tabele 9.10 i 9.11, a zwłaszcza rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych i jednorocznych obligacji skarbowych wydaje się, że różnice w rentowności obydwu rodzajów instrumentów były w latach 1997-2004 coraz mniejsze, z początku różnica wynosiła do 4 pkt. proc. na korzyść bonów skarbowych, w 2004 roku różnica ta zmalała do 1 pkt. proc. (aczkolwiek na przestrzeni tych lat występowały istotne różnice).

Do obliczenia kosztu kapitału zastosowano średnią rentowność bonów skarbowych obliczaną dla okresów 3-letnich (adekwatnie do obliczeń współczynnika beta).

Tabela 9.10. Średni ważony zysk z kupionych bonów skarbowych o różnych terminach wykupu

ROK	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Tygodnie do wykupu								
1								
2			13,97	17,88				
3				18,28				
4			14,41	17,5				
6			15,037	17,42				
8	21,94	19,57	13,32	16,82	13,125			
10							5,21	
13	21,67	19,09	13,13	16,63	15,07	8,52	5,38	5,88
26	21,96	19,66	13,19	17,35	15,35	7,52	5,715	5,54
39	22,21		14,85		10,9	7,22		
52	22,07	18,69	12,93	17,66	14,59	8,2	5,36	6,63

Źródło: Biuletyny NBP.

Tabela 9.11. Przybliżona, średnia roczna rentowność obligacji skarbowych

Lat do wykupu	Średnia rentowność
1997	18,3%
1998	20,7%
1999	9,8%
2000	13,8%
2001	16,6%
2002	13,9%
2003*	4,6%
2004*	5,2%

Źródło: Raporty roczne Izby Zarządzającej Funduszami i Aktywami za lata 1998-2004 oraz opracowanie własne (*) na podstawie danych ze strony internetowej Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska.

9.3.2.3. Premia za ryzyko

Trzecim elementem modelu CAPM jest premia za ryzyko. Z uwagi na długookresowe silne wahania kursów akcji na GPW konieczne było zastosowanie długoterminowej premii za ryzyko, co pozwoliło uśrednić okresy bessy i hossy na GPW. Pociągało to za sobą ryzyko uśrednienia wyników przy bardzo zmiennych stanach gospodarki i różnych warunkach ekonomicznych, lecz ważniejszy był wymóg uśrednienia stóp zwrotu na giełdzie. Posługiwanie się 3-letnimi średnimi stopami zwrotu (dla takich okresów obliczane były współczynniki beta) nie dało satysfakcjonujących rezultatów, wyniki obliczeń przedstawiono w tabeli 9.12.

Po odjęciu od średnich stóp zwrotu rentowności obligacji uzyskano by dla niektórych okresów 3-letnich ujemne premie za ryzyko. Dlatego konieczne stało się wydłużenie rozpatrywanego okresu. Dopiero analiza całego okresu funkcjonowania GPW – od 1991 do 2005 roku dała lepsze rezultaty. Średnia rynkowa stopa zwrotu (zmiana WIG) w ujęciu rocznym wynosiła 33,8%, podczas gdy średnia rentowność 52-tygo-

Tabela 9.12. Średnie rynkowe stopy zwrotu w ujęciu rocznym (na podstawie tygodniowych zmian indeksu WIG, średnie za 3 lata)

Okres	Średnia rynkowa stopa zwrotu w ujęciu rocznym	Średnia rentowność bonów skarbowych	Premia za ryzyko
styczeń 97-styczeń 00	12,20%	15,95%	-3,75%
marzec 97-marzec 00	9,30%	15,59%	-6,29%
czerwiec 97-czerwiec 00	9,50%	15,16%	-5,66%
październik 97-październik 00	4,30%	14,68%	-10,38%
styczeń 98-styczeń 01	10,30%	14,14%	-3,84%
marzec 98-marzec 01	-3,70%	13,55%	-17,25%
czerwiec 98-czerwiec 01	-2,50%	12,94%	-15,44%
październik 98-październik 01	1,30%	12,30%	-11,00%
styczeń 99-styczeń 02	5,50%	11,62%	-6,12%
marzec 99-marzec 02	5,40%	10,93%	-5,53%
czerwiec 99-czerwiec 02	0,40%	10,22%	-9,82%
październik 99-październik 02	1,40%	9,51%	-8,11%
styczeń 00-styczeń 03	-6,20%	8,82%	-15,02%
marzec 00-marzec 03	-15,80%	8,19%	-23,99%
czerwiec 00-czerwiec 03	-6,80%	7,64%	-14,44%
październik 00-październik 03	7,00%	7,19%	-0,19%
styczeń 01-styczeń 04	6,40%	6,85%	-0,45%
marzec 01-marzec 04	16,00%	6,59%	9,41%
czerwiec 01-czerwiec 04	15,90%	6,42%	9,48%
październik 01-październik 04	25,30%	6,31%	18,99%
styczeń 02-styczeń 05	22,10%	6,22%	15,88%
marzec 02-marzec 05	34,10%	6,13%	27,97%
czerwiec 02-czerwiec 05	19,60%	6,03%	13,57%
październik 02-październik 05	28,40%	6,02%	22,38%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych ze strony internetowej Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska.

Tabela 9.13. Średnie rynkowe stopy zwrotu w ujęciu rocznym w zależności od okresu objętego badaniem

Okres	Średnia rynkowa stopa zwrotu	Średnia rentowność bonów skarbowych	Premia za ryzyko
1991-2005	33,76%	22,24%	11,52%
1992-2005	35,74%	19,90%	15,85%
1993-2005	37,06%	17,64%	19,43%
1994-2005	16,05%	15,90%	0,15%
1995-2005	19,47%	14,40%	5,07%
1996-2005	19,66%	13,24%	6,42%
1997-2005	13,91%	12,42%	1,49%
1998-2005	14,57%	11,21%	3,35%
1999-2005	16,25%	10,14%	6,11%
2000-2005	12,86%	9,68%	3,18%
2001-2005	16,42%	8,08%	8,34%
2002-2005	23,44%	6,46%	16,98%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych ze strony internetowej Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska oraz biuletynów NBP.

dniowych bonów skarbowych 19,9%. Dawało to premię rynkową za ryzyko w wysokości 13,87%. Uzyskana wartość była jednakże mało wiarygodna, ponieważ obejmowała początkowy okres funkcjonowania giełdy, kiedy to następował tak szybki wzrost kursów akcji, że trudno było liczyć, że podobna sytuacja się powtórzy. Z kolei skrócenie okresu powodowało nadmierny spadek premii za ryzyko (tabela 9.13).

W świetle powyższych zjawisk, wydawało się koniecznym dokonanie pewnych założeń, co do poziomu premii za ryzyko. Podstawą stała się średnia premia za ryzyko na rynkach rozwijających się, która wg A. Damodarana wynosiła około 8,5%²⁹⁵. Narzucenie arbitralnej premii za ryzyko było tym bardziej uzasadnione, że CAPM zwraca oczekiwaną przez inwestorów rentowność kapitału własnego, a nie rzeczywistą, zrealizowaną stopę zwrotu.

9.4. Kształtowanie się kosztu kapitału własnego w Polsce

Dokonane założenia pozwoliły oszacować koszt kapitału własnego w Polsce wynikający z modelu CAPM. Warto zaznaczyć, że model CAPM nie przedstawia empirycznej stopy zwrotu z kapitału własnego (tę reprezentują empiryczne stopy zwrotu z akcji), lecz oczekiwaną rentowność kapitału własnego wynikającą z sytuacji na rynku i oczekiwań inwestorów (punkt równowagi rynkowej). Obliczenia wykonano więc przy następujących założeniach:

- wykorzystano średnie lewarowane współczynniki beta dla poszczególnych branż przemysłu po korekcie Bloomberg'a;
- premia za ryzyko została ustalona arbitralnie na poziomie 8,5% (takiej premii oczekują inwestorzy zagraniczni inwestujący na wschodzących rynkach, m.in. w Polsce);
- stopa wolna od ryzyka dla danych historycznych została ustalona na podstawie rentowności bonów skarbowych.

Wyniki obliczeń przedstawia tabela 9.14. Wynika z nich, że koszt kapitału własnego obliczony w sposób zaproponowany w badaniu obniżał się w kolejnych latach, czego powodem były spadające stopy oprocentowania rządowych papierów wartościowych oraz malejąca inflacja. Z powodu zastosowania nominalnych stóp procentowych, uzyskany koszt kapitału posiadał charakter nominalny, a zatem można jeszcze uzyskane wyniki skorygować o inflację, aby uzyskać wartości realne, które zostały przedstawione w tabeli 9.15.

²⁹⁵ Do podobnych wniosków doszła A. Dulinić w książce *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa, 1998, s. 94.

Tabela 9.15 przedstawia ostateczny efekt długiej procedury obliczeniowej. Użyte stopy reprezentują realny koszt kapitału własnego, który znajduje zastosowanie m.in. przy ocenie projektów inwestycyjnych. Wynika z niej, że średni realny koszt kapitału własnego dla firm w Polsce wynosi około 10%, oczywiście, przy podtrzymaniu założeń dokonanych przy konstruowaniu modelu, m.in. założenia, że premia za ryzyko wynosiła 8,5%. Jest to silne założenie, lecz dane empirycznie nie pozwalają na inne rozwiązanie tego problemu²⁹⁶. W świetle tych wyników, sugerowana przez Bank Światowy dla projektów inwestycyjnych w Polsce stopa dyskontowa na poziomie 20% wydaje się daleko zawyżona. Ryzyko finansowe w Polsce nie jest tak wysokie, chyba że uwzględnić ryzyko inwestycyjne (ryzyko, że szacunek przepływów pieniężnych był niewłaściwy).

Spadek realnego kosztu kapitału własnego w kolejnych latach (por. tabela 9.15) sugeruje ponadto spadek niepewności i ryzyka na rynku finansowym w Polsce.

Dla lat 1997-2000 średni realny koszt kapitału wahał się pomiędzy 12% (handel, przemysł spożywczy) a 16% (przemysł chemiczny, informatyka). W ciągu kolejnych 4 lat spadł do poziomu 10% (przemysł motoryzacyjny, spożywczy) oraz do 14% (informatyka). Zatem wystąpił spadek realnych wielkości o około 2 pkt. proc. Ponieważ dane były skorygowane o inflację, spadek ten nie miał nic wspólnego ze zmianami poziomu cen.

Wśród wszystkich rozważanych branż działalności gospodarczej najwyższy poziom kosztu kapitału wystąpił w branży informatycznej. Wynikało to z jej rozwojowego charakteru i wysokiego ryzyka inwestycyjnego, jako że spółki komputerowe silnie reagowały na zmiany koniunktury. Na przykład, w latach 2000-2003 rynek ten odczuł skutki ogólnej dekoniunktury gospodarczej, aby ponownie uzyskać wysokie wyniki finansowe w następnych latach. To spowodowało wysokie współczynniki beta i w efekcie wysoki koszt kapitału własnego.

Branże produkujące dobra bardziej podstawowe posiadały dużo niższy koszt kapitału. W branży spożywczej wynosił on jedynie 10%, z czego większość wynikała z przyjętej arbitralnie premii za ryzyko 8,5%. Gdyby dodatkowo obniżyć dla ostatnich lat premię za ryzyko, realny koszt kapitału własnego w branży spożywczej uległby dalszemu obniżeniu. Identyczna sytuacja dotyczyła przemysłu lekkiego, motoryzacyjnego (głównie części samochodowe), papierniczego i przemysłu chemicznego. Wszystkie te branże przemysłu dostarczają na rynek produktów niezbędnych do codziennego życia w związku z czym współczynniki beta tych spółek są niskie, co z kolei implikuje niski koszt kapitału własnego.

Transport i handel to branże o średnim ryzyku inwestycyjnym i uzyskane wyniki potwierdzają ich przeciętne współczynniki beta – koszt kapitału własnego w obydwu wspomnianych branżach oscylował na poziomie 11% (w 2004 roku).

²⁹⁶ Porównaj A. Duliniec, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa, 1998, s. 94.

Tabela 9.14. Nominalny koszt kapitału własnego dla wybranych działań gospodarki w Polsce obliczony za pomocą formuły CAPM

Wyszczególnienie	Budownictwo	Chemia	Drzewny i papirniczy	Elektronaszynowy	Energetyka i komunalne	Handel	Informatyka	Lekki	Materiały budowlane	Metalowy	Motoryzacyjny	Spółwyczy	Transport
Ilość firm	24	8	7	13	3	9	12	11	5	10	5	14	3
I.I.1997-I.I.2000	23.72%	26.07%	24.04%	24.10%	b.d.	21.43%	25.58%	23.61%	22.84%	24.66%	23.24%	22.42%	b.d.
I.IV.1997-I.IV.2000	23.00%	25.10%	23.41%	23.25%	b.d.	22.72%	25.97%	22.76%	22.19%	23.46%	22.53%	22.02%	b.d.
I.VII.1997-I.VII.2000	22.26%	23.56%	22.72%	22.27%	b.d.	22.01%	24.06%	22.22%	21.88%	22.59%	22.02%	21.54%	21.30%
I.X.1997-I.X.2000	21.67%	23.08%	22.21%	22.22%	b.d.	21.50%	24.04%	21.48%	21.39%	21.79%	21.42%	20.78%	21.39%
I.I.1998-I.I.2001	20.67%	22.72%	21.55%	21.44%	b.d.	20.89%	23.76%	20.95%	20.37%	21.18%	20.70%	20.05%	21.11%
I.IV.1998-I.IV.2001	20.20%	21.97%	21.07%	21.27%	b.d.	21.14%	24.06%	20.51%	20.17%	21.04%	20.19%	19.59%	21.02%
I.VII.1998-I.VII.2001	19.42%	20.54%	19.83%	19.99%	b.d.	20.44%	23.78%	19.37%	19.33%	20.22%	18.77%	18.72%	20.41%
I.X.1998-I.X.2001	18.13%	19.17%	18.53%	18.18%	15.37%	18.26%	24.33%	18.06%	18.21%	19.14%	17.80%	17.71%	20.55%
I.I.1999 - I.I.2002	17.29%	18.05%	17.68%	17.49%	15.10%	17.72%	24.09%	17.35%	17.05%	18.13%	16.91%	17.09%	18.91%
I.IV.1999-I.IV.2002	16.87%	16.94%	16.92%	16.78%	14.69%	16.92%	23.50%	16.60%	16.00%	17.49%	16.37%	16.43%	18.08%
I.VII.1999-I.VII.2002	15.76%	16.48%	15.92%	15.82%	14.18%	16.31%	22.09%	15.83%	15.70%	16.53%	15.42%	15.67%	16.28%
I.X.1999-I.X.2002	14.93%	15.56%	14.96%	14.95%	13.16%	15.45%	21.50%	14.68%	15.09%	15.78%	14.46%	14.90%	15.41%
I.I.2000-I.I.2003	13.95%	14.64%	13.90%	14.10%	12.45%	14.54%	20.86%	13.61%	14.17%	14.75%	13.50%	13.92%	14.67%
I.IV.2000-I.IV.2003	13.69%	13.98%	13.72%	13.56%	13.11%	14.46%	19.58%	13.17%	13.53%	14.37%	13.02%	13.64%	14.76%
I.VII.2000-I.VII.2003	12.78%	13.32%	12.84%	13.08%	13.05%	13.67%	18.63%	12.21%	12.98%	13.83%	12.26%	12.79%	14.04%
I.X.2000-I.X.2003	12.69%	13.15%	12.85%	12.39%	12.81%	13.31%	17.75%	12.04%	13.69%	13.54%	11.77%	12.64%	13.74%
I.I.2001-I.I.2004	12.44%	12.85%	12.64%	12.59%	12.53%	13.25%	17.87%	11.42%	12.99%	13.48%	11.75%	12.29%	14.14%
I.IV.2001-I.IV.2004	12.49%	12.38%	12.42%	12.44%	12.58%	12.91%	16.91%	11.21%	12.72%	12.92%	11.69%	11.89%	13.58%
I.VII.2001-I.VII.2004	12.39%	12.34%	12.44%	12.39%	12.74%	13.07%	16.94%	11.36%	12.65%	13.03%	11.63%	11.79%	13.71%
I.X.2001-I.X.2004	12.42%	12.25%	12.41%	12.00%	12.71%	12.99%	16.76%	11.17%	12.59%	12.81%	11.52%	11.73%	13.89%
I.I.2002-I.I.2005	12.58%	12.62%	12.55%	12.54%	13.11%	12.99%	16.44%	11.39%	12.60%	12.78%	11.66%	11.79%	13.61%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie Reuters, Biuletynów NBP, danych ze strony internetowej Biura Maklerskiego BOŚ.

Tabela 9.15. Realny koszt kapitału własnego dla różnych branż przemysłu w Polsce obliczony za pomocą formuły CAPM

Wyszczególnienie	Budownictwo	Chemia	Drzewny i papirniczy	Elektromaszynowy	Energetyka i komunalne	Handel	Informatyka	Lekki	Materiały budowlane	Metalowy	Motoryzacyjny	Spożywczy	Transport
Ilość firm	24	8	7	13	3	9	12	11	5	10	5	14	3
I.I.1997-I.I.2000	13,52%	15,87%	13,84%	13,90%	b.d.	11,23%	15,38%	13,41%	12,64%	14,46%	13,04%	12,22%	b.d.
I.IV.1997-I.IV.2000	13,06%	15,17%	13,48%	13,31%	b.d.	12,79%	16,04%	12,82%	12,26%	13,53%	12,60%	12,09%	b.d.
I.VII.1997-I.VII.2000	12,32%	13,62%	12,79%	12,34%	b.d.	12,08%	14,13%	12,29%	11,94%	12,65%	12,09%	11,60%	11,36%
I.X.1997-I.X.2000	12,17%	13,58%	12,71%	12,72%	b.d.	12,00%	14,54%	11,98%	11,89%	12,29%	11,92%	11,28%	11,89%
I.I.1998-I.I.2001	12,53%	14,59%	13,42%	13,30%	b.d.	12,76%	15,63%	12,82%	12,23%	13,04%	12,57%	11,92%	12,97%
I.IV.1998-I.IV.2001	12,63%	14,40%	13,51%	13,70%	b.d.	13,57%	16,49%	12,94%	12,60%	13,47%	12,62%	12,02%	13,46%
I.VII.1998-I.VII.2001	11,72%	12,84%	12,13%	12,29%	b.d.	12,74%	16,08%	11,67%	11,63%	12,52%	11,07%	11,02%	12,71%
I.X.1998-I.X.2001	10,60%	11,63%	10,99%	10,65%	7,84%	10,72%	16,80%	10,52%	10,68%	11,60%	10,27%	10,18%	13,02%
I.I.1999 - I.I.2002	10,32%	11,08%	10,71%	10,53%	8,13%	10,75%	17,12%	10,39%	10,08%	11,17%	9,94%	10,12%	11,95%
I.IV.1999-I.IV.2002	10,40%	10,47%	10,45%	10,31%	8,23%	10,45%	17,03%	10,13%	9,54%	11,02%	9,91%	9,97%	11,61%
I.VII.1999-I.VII.2002	9,73%	10,45%	9,89%	9,79%	8,15%	10,28%	16,06%	9,80%	9,66%	10,49%	9,39%	9,63%	10,25%
I.X.1999-I.X.2002	9,93%	10,56%	9,96%	9,95%	8,16%	10,45%	16,50%	9,68%	10,09%	10,78%	9,46%	9,90%	10,41%
I.I.2000-I.I.2003	10,18%	10,88%	10,13%	10,33%	8,68%	10,77%	17,09%	9,84%	10,40%	10,98%	9,73%	10,15%	10,90%
I.IV.2000-I.IV.2003	10,39%	10,68%	10,42%	10,26%	9,81%	11,16%	16,28%	9,87%	10,23%	11,07%	9,72%	10,34%	11,46%
I.VII.2000-I.VII.2003	10,35%	10,88%	10,41%	10,65%	10,61%	11,24%	16,19%	9,77%	10,54%	11,40%	9,83%	10,35%	11,61%
I.X.2000-I.X.2003	10,55%	11,02%	10,72%	10,26%	10,67%	11,17%	15,62%	9,90%	11,55%	11,41%	9,64%	10,50%	11,61%
I.I.2001-I.I.2004	10,61%	11,02%	10,81%	10,75%	10,70%	11,41%	16,04%	9,59%	11,16%	11,64%	9,92%	10,46%	12,31%
I.IV.2001-I.IV.2004	10,66%	10,54%	10,59%	10,60%	10,75%	11,08%	15,08%	9,37%	10,89%	11,09%	9,86%	10,06%	11,75%
I.VII.2001-I.VII.2004	10,16%	10,11%	10,20%	10,15%	10,50%	10,83%	14,70%	9,13%	10,42%	10,80%	9,40%	9,55%	11,48%
I.X.2001-I.X.2004	10,12%	9,95%	10,11%	9,70%	10,41%	10,69%	14,46%	8,87%	10,29%	10,51%	9,22%	9,43%	11,59%
I.I.2002-I.I.2005	10,65%	10,69%	10,62%	10,60%	11,18%	11,05%	14,51%	9,46%	10,66%	10,85%	9,72%	9,86%	11,68%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie Reuters, Biuletynów NBP, danych ze strony internetowej Biura Maklerskiego BOŚ.

Kolejną grupę stanowiły spółki dostarczające produktów dla przemysłu, czyli przemysł elektromaszynowy i metalowy. Jest to klasyczny przemysł ciężki, o niskich możliwościach rozwojowych, w wyniku czego współczynniki beta takich firm są niskie. Z drugiej strony, produkcja tych spółek nie zalicza się do dóbr pierwszej potrzeby. W efekcie, koszt kapitału był wyższy niż np. dla firm spożywczych, czyli około 10,5%.

Ostatnią branżą działalności gospodarczej poddaną badaniu było budownictwo, reprezentowane na GPW przez spółki budowlane (konstrukcyjne) oraz spółki produkujące i sprzedające materiały budowlane. Niskie współczynniki beta tych spółek wynikały z wielu czynników, należały do nich: długi proces produkcyjny w budownictwie, przez co produkcja z opóźnieniem reaguje na zmiany koniunktury gospodarczej, duży deficyt mieszkań w Polsce, rozwijający się rynek kredytów hipotecznych, które podtrzymują popyt na usługi firm budowlanych, z drugiej strony, spadek popytu na usługi budowlane dla przemysłu. Wszystkie wymienione czynniki zadecydowały o niskim (0,62) współczynniku beta dla budownictwa i realnym koszcie kapitału na poziomie 11%.

Koszt kapitału w pozostałych działach działalności gospodarczej nie odbiegał od omówionych wartości. Górny limit kosztu kapitału wyznaczała branża informatyczna, dolny – limit przemysł spożywczy. Na przykład, współczynnik beta dla banków wynosił około 1,0, a zatem koszt kapitału w sektorze bankowym zależał bezpośrednio od dochodowości bonów skarbowych i premii za ryzyko. Nieco wyższy współczynnik beta posiadały media – około 1,2 w związku z czym koszt kapitału był zbliżony do branży informatycznej. W pozostałych działach koszt kapitału był równy lub większy o 1-2 pkt. proc. od kosztu kapitału własnego w przemyśle spożywczym.

Rozdział 10

Obligacje komunalne jako źródło finansowania działalności jednostek samorządu terytorialnego

Andrzej S. Krysiak

Wprowadzenie

Obligacje komunalne są formą pozyskiwania przychodów zwrotnych, alternatywną dla kredytu udzielanego przez banki komercyjne. Relacje pomiędzy tymi dwiema formami zaciągania przez jednostki samorządu terytorialnego zobowiązań, tworzących tzw. lokalny dług publiczny, są zróżnicowane i uzależnione od warunków oraz tradycji występujących w różnych państwach.

Tym, co niewątpliwie łączy obie formy zdobywania przychodów zwrotnych czy to dla finansowania inwestycji, czy też dla pokrycia deficytu budżetowego danej jednostki samorządowej, jest kwestia zabezpieczenia zwrotu środków finansowych pożyczonych kredytobiorcy lub nabywcy obligacji. Innymi słowy chodzi o minimalizację ryzyka kredytowego.

Rola obligacji komunalnych (zwanych także samorządowymi lub municypalnymi) w gospodarce może być rozpatrywana z dwóch punktów widzenia:

- 1) zapotrzebowania jednostek samorządowych na dodatkowe źródło finansowania inwestycji lokalnych, dla których brakuje środków o charakterze dochodów zwyczajnych (budżetowe dochody własne, dotacje lub subwencje); w praktyce występuje ponadto zjawisko wykorzystywania przychodów z emisji obligacji na pokrycie deficytów w budżetach lokalnych, czyli na finansowanie wydatków bieżących;
- 2) uzupełniania i wzbogacania rynków kapitałowych oraz portfeli inwestycyjnych banków komercyjnych.

Pierwszy z wymienionych aspektów wiąże się z dylematem wyboru między emisją obligacji komunalnych a kredytem bankowym; obie te metody zaciągania zobowiązań w celu pozyskania przychodów zwrotnych tworzą kategorię lokalnego (samorządowego) długu publicznego.

Aspekt drugi wymaga wyeksponowania kwestii promowania obligacji komunalnych na rynkach kapitałowych; dotyczy to zwłaszcza obligacji, emitowanych

w emisjach publicznych, stanowiących obecnie w Polsce zjawisko nieco marginesowe w stosunku do emisji niepublicznych, zdecydowanie dominujących w latach 90. ubiegłego wieku.

Trzeba tu pamiętać o dość późnym pojawieniu się i upowszechnieniu instytucji obligacji komunalnych; w Polsce po 40 latach nieobecności w życiu publicznym związków samorządu terytorialnego proces upowszechniania świadomości dotyczącej możliwości uzupełniania szczupłych zazwyczaj dochodów budżetowych jednostek samorządu terytorialnego przebiegał powoli i nie bez trudności, wynikających m.in. z braku doświadczenia zarówno u pracowników samorządowych, jak też w bankach, podejmujących się najczęściej roli agenta, obsługującego emisję obligacji komunalnych, który to agent występuje również w roli nabywcy większości emitowanych obligacji; dodać warto, że jest to często bank, prowadzący obsługę kasową właściwego budżetu lokalnego.

Obligacja (od łacińskiego słowa *obligatio* – czyli zobowiązanie) jest papierem wartościowym, którego emitent potwierdza zaciągnięcie pożyczki (w zastaw obligacji) i zobowiązuje się do zwrotu tej pożyczki (wykupienie obligacji) w z góry określonym terminie wraz z odsetkami, liczonymi w stosunku do nominalnej kwoty tej pożyczki. Nabywca obligacji może ją sprzedać innemu nabywcy, zobowiązując tym samym jej emitenta do spłaty zobowiązania nowemu właścicielowi, co odróżnia obligację od kredytu bankowego²⁹⁷.

Obligacje komunalne stanowią jeden z rodzajów obligacji, wyodrębniony ze względu na podmiotowy charakter emitenta; poza komunalnymi, znane są również obligacje skarbowe, emitowane przez państwo oraz obligacje, emitowane przez przedsiębiorstwa, najczęściej – tzw. przedsiębiorstwa użyteczności publicznej (np. elektrownie), firmy transportowe, korporacje przemysłowe, a nawet banki, stanowiące, jak wiadomo, równocześnie przedsiębiorstwa oraz instytucje zaufania publicznego. Emitując obligacje bank występuje oczywiście w roli przedsiębiorcy²⁹⁸.

Pojęcie obligacji można zdefiniować stosownie do brzmienia art. 4 ustawy z dnia 29 czerwca 2000 roku o obligacjach (Dz.U. 2000, Nr 60, poz. 702) w sposób następujący: **obligacja** jest papierem wartościowym, emitowanym w serii; papier ów zawiera stwierdzenie emitenta, iż jest on dłużnikiem właściciela (nabywcy) obligacji oraz zobowiązanie do wykupu obligacji w ustalonym terminie i wraz z należnym oprocentowaniem. Oprocentowanie to stanowi swoistą postać ceny kredytu udzielonego emitentowi przez nabywcę obligacji.

²⁹⁷ Por. W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 1997 oraz ustawę z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, Dz.U. nr 83, poz. 420.

²⁹⁸ Por. D. Hajdys, *Rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce w latach 1996-2000*, Wyd. UŁ, Łódź 2003, s. 17-18.

Obligacje skarbowe są zazwyczaj emitowane w celu pozyskania przychodów zwrotnych umożliwiających pokrycie deficytu w budżecie państwa. Obligacje przedsiębiorstw uznawane są za tańsze (w porównaniu z emisją akcji) źródło finansowania działalności albo też dostarczają dodatkowych środków finansowych potrzebnych w związku z podejmowanymi inwestycjami. Natomiast interesujące nas w niniejszym rozdziale obligacje komunalne służą z reguły finansowaniu nakładów inwestycyjnych o długim okresie zwrotu.

Wśród nabywców obligacji pierwsze miejsce zajmują banki, następnie – firmy prywatne, zakłady ubezpieczeń, fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, a także osoby fizyczne, dla których nabycie obligacji komunalnych stanowić może jeden z wariantów oszczędzania.

E. Faerber zwrócił uwagę na analogię, jaka występuje między przechowywaniem środków na rachunku bankowym, w związku z czym bank wypłaca właścicielowi rachunku odsetki od powierzonego (w pewnym sensie – pożyczonego) bankowi kapitału a nabyciem obligacji, której nabywca otrzyma w ustalonym terminie zwrot kapitału (analogia z wycofaniem depozytu) wraz z należnym oprocentowaniem. Jediną istotną różnicą jest tu fakt, iż obligacja może być przed terminem wykupu sprzedana²⁹⁹.

10.1. Funkcje i rodzaje obligacji

Podstawową funkcją obligacji jest **funkcja kredytowa**, związana z przekazaniem emitentowi określonych funduszy (środków) pochodzących z rynku pieniężnego lub kapitałowego (w zależności od okresu, na jaki środki te zostały udostępnione). Emisja obligacji ma sens tylko wówczas, gdy ich oprocentowanie nie przekracza oprocentowania długoterminowego kredytu bankowego, lub gdy występują trudności z uzyskaniem takiego kredytu (obligacje pozwalają na uniknięcie złożonych procedur związanych z przyznawaniem kredytu). Obligację można określić w związku z tym jako rodzaj pożyczki celowej, przeznaczonej na realizację określonego celu (np. inwestycji) lub zaspokojenie pewnych potrzeb społecznych (co ma często miejsce w przypadku obligacji komunalnych).

Kolejną funkcją, pełnioną w gospodarce przez obligacje, jest **funkcja płatnicza**, związana z możliwością traktowania obligacji jako środka płatniczego (substytutu pieniądza) i regulowania nimi zobowiązań finansowych.

Obligacje pełnią również **funkcję promocyjną**, co jest szczególnie ważne w przypadku obligacji, emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego (gminy lub miasta), które mogą w ten sposób promować się wśród potencjalnych inwestorów.

²⁹⁹ Por. E. Faerber, *Wszystko o obligacjach*, Biblioteka Inwestora, Warszawa 1996, s. 4 i in.

Z punktu widzenia nabywców obligacji istotne znaczenie ma **funkcja lokacyjna** obligacji, stanowiących jedną z form lokowania wolnych środków finansowych. Ich atrakcyjność w stosunku do innych lokat finansowych może polegać na wyższych dochodach z oprocentowania lub mniejszym ryzyku ponoszonym przez inwestora, występującego w roli nabywcy obligacji.

Uzupełnieniem funkcji lokacyjnej jest **funkcja obiegowa** obligacji, polegająca na możliwości dokonywania obrotu wtórnego tymi papierami wartościowymi.

Funkcja gwarancyjna polega na możliwości przymusowego egzekwowania świadczeń od emitenta obligacji.

Funkcja rozwojowa wynika z faktu, że środki finansowe uzyskane w wyniku emisji obligacji komunalnych są z zasady przeznaczone na pokrycie kosztów inwestycji³⁰⁰.

Ze względu na praktyczne działanie wymienionych funkcji, przypisywanych obligacjom, a zwłaszcza funkcji płatniczej i obiegowej, niezwykle ważny jest sposób obliczania bieżącej wartości obligacji.

Wartość bieżąca obligacji (W) czyli cenę, po jakiej można ją w danym momencie kupić lub sprzedać, wyznacza suma zdyskontowanych kuponów odsetkowych (przyszłych zysków posiadaczy obligacji) i zdyskontowanej wartości nominalnej, wyznaczana według wzoru³⁰¹:

$$W = \sum_{t=1}^{n-T} \frac{C_t}{(1+r)^{n-t}} + \frac{M}{(1+r)^{n-T}}$$

gdzie:

C_t – roczny dochód z obligacji (wartość kuponu odsetkowego) w roku t ,

M – wartość nominalna obligacji,

r – rynkowa stopa procentowa,

n – okres trwania kredytu obligacyjnego w latach,

T – liczba lat od emisji obligacji.

Klasyfikacji rodzajów obligacji dokonać można przy użyciu różnych kryteriów.

Ze względu na sposób obliczania oprocentowania wyróżnia się:

- **obligacje o oprocentowaniu stałym** – jest to tradycyjny, najczęściej spotykany na rynkach zagranicznych, rodzaj obligacji. Przynoszą one obligatariuszowi odsetki określone w stosunku rocznym dla całego okresu do chwili wykupu ob-

³⁰⁰ Por. D. Hajdys, *Rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce w latach 1996-2000*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2003, s. 33-34.

³⁰¹ Por. J. Utkin, *Obligacje i ich portfele – wycena, wrażliwość, strategie*, Wyd. SGH, Warszawa 2005, s. 15.

ligacji przez emitenta, a zatem dochód z tego typu obligacji znany jest już w momencie ich emisji. Obligacje takie są emitowane w warunkach gospodarki ustabilizowanej, gdy nie zachodzi obawa nagłych zmian stóp procentowych;

- **obligacje o oprocentowaniu zmiennym** (*floating rate notes*) – są instrumentem finansowym, który pojawił się później, w czasach znacznych zmian stóp procentowych. Takie obligacje przynoszą różne odsetki dla poszczególnych okresów odsetkowych, ustalonych w warunkach emisji obligacji. Zmienna stopa procentowa może być uzależniona od stóp procentowych oferowanych przez banki lub dyskonta skarbowych papierów wartościowych. Szczególną formą obligacji o oprocentowaniu zmiennym są obligacje, których wartość nominalna jest indeksowana, tzn. ulega korekcie w zależności od wahań ogólnego poziomu cen (lub cen określonego produktu). W zależności od konstrukcji obligacji indeksacja pozwala na ochronę przez deprecjacją dochodów z obligacji bądź ochronę zainwestowanego kapitału³⁰².

Ze względu na formę oprocentowania obligacje dzielą się na:

- **obligacje z kuponem**, przynoszące dochód w postaci oprocentowania płatnego w terminach płatności odsetek, określonych w warunkach emisji obligacji;
- **obligacje o kuponie zerowym** (*zero coupon bonds*, obligacje dyskontowe); są to obligacje, które cechuje brak okresowej wypłaty należnych odsetek. Dochód obligatariusza stanowi różnica między ceną nominalną a ceną emisyjną obligacji, która jest niższa od ceny nominalnej. Wykup obligacji następuje według wartości nominalnej³⁰³, np. obligacje o wartości nominalnej 1000 zł są oferowane za cenę emisyjną 960 zł, co oznacza że w chwili wykupu obligatariusz otrzyma 1000 zł, osiągając zysk w wysokości 40 zł.

Obligacje podzielić można również ze względu na termin wykupu. Warto jednak podkreślić, że podział ten ma charakter umowny – różni autorzy przyjmują jako kryterium podziału odmienne terminy wykupu. Wyróżnia się:

- **obligacje krótkoterminowe** – generalnie przyjmuje się, że są to walory o terminie wykupu nie przekraczającym jednego roku. Z drugiej jednak strony, co dostrzegane jest w literaturze przedmiotu i co potwierdza się w praktyce rynkowej, „krótkie” papiery wartościowe tzw. *commercial papers* rzadko występują w formie obligacji. Na ogół są to: weksle, bony komercyjne, bony skarbowe, certyfikaty depozytowe, itp.;
- **obligacje średnioterminowe** – zazwyczaj przyjmuje się, że są to obligacje o terminie wykupu od roku do 10 lat. Wyjątkiem od tej reguły jest rynek euroobli-

³⁰² R. Jurga, M. Michalski, *Obligacje w świetle ustawy z dn. 26.06.1995, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego* nr 1, 1996.

³⁰³ Tamże.

gacji, gdzie jako papiery średnioterminowe traktuje się obligacje o terminie wykupu od 4 do 7 lat;

- **obligacje długoterminowe** – są to obligacje o terminie wykupu powyżej 10 lat.

Omawiając terminy wykupu obligacji warto wspomnieć o możliwości wprowadzenia tzw. opcji wcześniejszego wykupu. Opcja wcześniejszego wykupu może występować w dwóch postaciach – jako tzw. *put option* – oznacza wtedy prawo obligatariusza do żądania wcześniejszego wykupu lub tzw. *call option* – osobą uprawnioną do wcześniejszego wykupu jest wtedy emitent obligacji³⁰⁴.

Kolejnym kryterium podziału obligacji jest sposób zabezpieczenia. Wprowadzenie dodatkowego zabezpieczenia obligacji zwiększa stopień pewności otrzymania zwrotu zainwestowanego kapitału oraz solidnego płacenia odsetek. Zabezpieczenie całkowite obejmuje wartość nominalną emitowanych obligacji wraz z sumą należnego oprocentowania i polega na:

- ustanowieniu zastawu,
- ustanowieniu hipoteki,
- udzieleniu gwarancji przez Narodowy Bank Polski lub bank posiadający dostatecznie wysoki kapitał własny,
- udzieleniu zabezpieczenia przez Skarb Państwa,
- udzieleniu zabezpieczenia przez bank zagraniczny lub międzynarodową instytucję finansową.

Całkowite zabezpieczenie obligacji może nastąpić jedynie przy pomocy wyżej wskazanych środków. Dopuszczalne jest skorzystanie przez emitenta z kilku form zabezpieczeń tak, by łącznie obejmowały one wartość nominalną obligacji wraz z sumą należnego oprocentowania.

Można przyjąć, że emitent ma pełną dowolność co do wyboru form zabezpieczenia oraz podmiotów, które będą go udzielać. Może również samodzielnie ustalić próg, do jakiego wierzytelności wynikające z obligacji zostaną zabezpieczone³⁰⁵.

W polskiej praktyce rynkowej dość często pojawiają się obligacje niezabezpieczone. Nie jest to zjawisko wyjątkowe – tego typu obligacje powszechnie występują również na rozwiniętych rynkach kapitałowych, jednakże są tam traktowane jako tzw. **obligacje śmieciowe** (*junk bonds*). Emitent tego typu obligacji nie dysponuje zazwyczaj odpowiednio pewnymi aktywami gwarantującymi wykup i właściwą obsługę zaciągniętej pożyczki. Dlatego też oprocentowanie tych obligacji jest z reguły wyższe niż powszechnie oferowane przy sprzedaży obligacji właściwie zabezpieczonych³⁰⁶.

³⁰⁴ *Prawne aspekty emisji obligacji komunalnych* (praca zbiorowa), Wyd. Municipium, Warszawa 1995 r., s. 18.

³⁰⁵ R. Jurga, M. Michalski, *Obligacje w świetle ustawy z dn. 26.06.1995 r.*, Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego nr 1, 1996.

Najbardziej istotnym z punktu widzenia niniejszej pracy kryterium podziału obligacji jest ich klasyfikacja ze względu na emitenta. Obligacje dzielą się mianowicie jak następuje:

- **obligacje państwowe** (inaczej nazywane skarbowymi); cieszą się one największym zaufaniem inwestorów, gdyż powszechnie uważa się je za wolne od ryzyka niewypłacalności; jest mało prawdopodobne, że rząd nie dotrzyma warunków dotyczących wypłaty odsetek lub wartości oprocentowania; dochód z emisji przeznaczany jest na finansowanie deficytu budżetowego;
- **obligacje komunalne** są to papiery wartościowe emitowane przez jednostki samorządu terytorialnego, a także przedsiębiorstwa komunalne. Z punktu widzenia konstrukcji obligacje komunalne nie różnią się zbyt wiele od innych rodzajów obligacji. Najwyraźniej widoczne jest to w formie oprocentowania; większość jednostek samorządowych emitujących obligacje ustala je w oparciu o rentowność bonów skarbowych. Z punktu widzenia bezpieczeństwa obligacje komunalne również należą do najbardziej pewnych papierów wartościowych;
- **obligacje przedsiębiorstw** – to obok obligacji komunalnych jeden z najmłodszych rodzajów papierów wartościowych na polskim rynku, przy czym mogą one występować w następujących formach:
 - jako obligacje przedsiębiorstw użyteczności publicznej np. telekomunikacyjnych, energetycznych, itp.,
 - jako obligacje przedsiębiorstw przemysłowych,
 - jako obligacje instytucji finansowych.

Przy zakupie tego typu obligacji znacznie większą rolę niż przy dwóch powyżej omawianych rodzajach odgrywa ryzyko niewypłacalności. Im wyższe jest to ryzyko, tym wyższe jest oprocentowanie obligacji (z zasady są one oprocentowane wyżej od papierów rządowych). Ogólnie rzecz biorąc inwestorzy decydujący się na nabycie obligacji przedsiębiorstw powinni brać pod uwagę zdolność kredytową emitenta, a nie tylko cechy samego papieru³⁰⁷.

Warto ponadto wspomnieć o tzw. „specyficznych rodzajach” omawianych papierów wartościowych. Są to:

- **obligacje zamienne**, pozwalające obligatariuszowi na dokonanie przy określonych warunkach wymiany posiadanych przez niego obligacji na oznaczoną liczbę akcji spółki – emitenta przedmiotowych obligacji. Są one zazwyczaj oprocentowane niżej od klasycznych obligacji. Inwestorzy godzą

³⁰⁶ Por. W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 1997, s. 38.

³⁰⁷ Por. E. Faerber, *Wszystko o obligacjach*, WIG-Press, Warszawa 1996, s. 72.

się na to w zamian za możliwy wzrost wartości, jeżeli ceny akcji emitenta pójdą w górę³⁰⁸;

- **obligacje z prawem pierwszeństwa**; ich posiadanie daje obligatariuszowi uprawnienie do nabycia w ciągu określonego czasu, po ustalonej w momencie emisji akcji cenie, akcji spółki emitenta obligacji;
- **obligacje zagraniczne** emitowane przez podmioty na rynkach zagranicznych; przykładem tego typu instrumentu są euroobligacje.

Jak już wyżej wspomniano obligacje komunalne są szczególnego rodzaju papierami wartościowymi, w obrębie których stosowane są różne klasyfikacje. W. Bień³⁰⁹ np. dzieli papiery wartościowe według następujących kryteriów:

- w zależności od korzyści, jakich oczekuje inwestor:
 - papiery uprawniające do z góry ustalonego dochodu (inaczej papiery odsetkowe) – dochód wyznaczony jest w stosunku do nominalnej wartości dokumentu, przeważnie w formie stopy procentowej (np. obligacje, listy zastawne, bony skarbowe, itp.),
 - papiery uprawniające do dochodu zmiennego – dochód zależy od zyskowności przedsięwzięcia, w którego finansowanie zaangażowano środki uzyskane z emisji papierów wartościowych (np. akcje, certyfikaty inwestycyjne);
- ze względu na charakter lokaty:
 - pożyczkowe – stanowiące formę pożyczki kapitału na określony czas, po upływie którego podlega on zwrotowi (np. obligacje, bony pieniężne, certyfikaty inwestycyjne),
 - udziałowe – polegające na trwałym zaangażowaniu lokaty, która przekształca się w kapitał własny emitenta (przede wszystkim akcje);
- ze względu na termin wykupu:
 - krótkoterminowe – papiery pożyczkowe o okresie zwrotu nie przekraczającym jednego roku (np. bony skarbowe, bankowe, przedsiębiorstw),
 - długoterminowe – papiery pożyczkowe o okresie zwrotu przekraczającym jeden rok oraz papiery udziałowe;
- ze względu na zasięg obrotu:
 - dopuszczone do obrotu publicznego – których nabywanie może być oferowane za pośrednictwem środków masowego przekazu, albo w inny sposób, jeżeli oferta skierowana jest do szerszego grona osób (w Polsce przy papierach długoterminowych do ponad 300 osób),

³⁰⁸ Tamże, s. 141.

³⁰⁹ Por. W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 1997, s. 23-26.

- o ograniczonym obrocie – oferty sprzedaży tychże papierów są skierowane do z góry oznaczonego kręgu odbiorców nie przekraczającego określonego limitu (w Polsce wynosi on 300 osób).

Podsumowując dokonany wyżej przegląd różnych rodzajów obligacji przypomnieć trzeba fakt, iż obligacje mogą być klasyfikowane również ze względu na wiele innych kryteriów, spośród których wyeksponować warto:

- przeznaczenie środków finansowych pochodzących z emisji obligacji, gdzie wyróżniamy:
 - obligacje aktywne – służące uzyskaniu nowych środków,
 - obligacje pasywne – służące regulacji istniejących zobowiązań (np. wykupu starych obligacji w ramach tzw. „rolowania” zadłużenia);
- formę prawną związaną z przedmiotem zobowiązania, gdzie można wyróżnić:
 - obligacje zwykłe – związane ze świadczeniem pieniężnym,
 - obligacje opcyjne – związane z prawem przejęcia udziałów w danym przedsięwzięciu,
 - obligacje zamienne – związane z prawem zamiany na udziały (np. akcje);
- sposób obliczania odsetek od obligacji, gdzie wyróżniamy:
 - obligacje o oprocentowaniu stałym (w ciągu całego okresu wykupu),
 - obligacje o oprocentowaniu zmiennym (dla poszczególnych okresów);
- formę oprocentowania (dla obligacji o oprocentowaniu stałym), gdzie wyróżniamy:
 - obligacje z „kuponem” – przynoszące dochód w postaci oprocentowania płatnego w określonych terminach płatności odsetek,
 - obligacje „zerokuponowe” – z dochodem płatnym w formie dyskonta od wartości nominalnej w momencie emisji;
- termin wykupu obligacji, gdzie wyróżniamy:
 - obligacje krótkoterminowe (o terminie wykupu do 1 roku),
 - obligacje średnioterminowe (o terminie wykupu od 1 do 10 lat),
 - obligacje długoterminowe (o terminie wykupu powyżej 10 lat);
- formę spłaty emisji obligacji, gdzie wyróżniamy:
 - obligacje spłacane w całości w dniu wykupu,
 - obligacje spłacane według terminarza wykupu (np. w ratach lub w drodze losowania);
- zasięg emisji obligacji, gdzie wyróżniamy:
 - obligacje wewnętrzne – emitowane w walucie krajowej i sprzedawane w kraju,

- obligacje zewnętrzne – emitowane w walucie obcej i sprzedawane za granicą (np. euroobligacje);
- rodzaj zabezpieczenia emisji, gdzie wyróżniamy:
 - obligacje o pełnym zabezpieczeniu (np. w postaci zastawu, hipoteki lub gwarancji bankowych),
 - obligacje niezabezpieczone (lub o zabezpieczeniu częściowym);
- sposób przenoszenia tytułu własności, gdzie wyróżniamy:
 - obligacje imienne,
 - obligacje na okaziciela.

Przedstawiony podział odzwierciedla różnorodność form, jakie mogą przyjmować obligacje. Mogą one pełnić wiele funkcji i służyć wielu różnym celom (obok ich celu podstawowego, jakim jest pozyskiwanie środków finansowych). Szczególnie interesujący wydaje się podział obligacji na ogólne i dochodowe.

Obligacje ogólne reprezentują pożyczkę, spłacaną nabywcom obligacji występującym w roli pożyczkodawców z przyszłych dochodów danego budżetu samorządowego. Natomiast obligacje dochodowe (zwane też przychodowymi) emitowane są „w celu zdobycia środków niezbędnych do sfinansowania konkretnego przedsięwzięcia i spłacane z dochodów uzyskiwanych z tego właśnie przedsięwzięcia”³¹⁰. Drugi z wymienionych typów obligacji nadaje się szczególnie do finansowania takich inwestycji, które mogą w przyszłości dostarczać dochodów (np. oczyszczalnie ścieków, płatne parkingi, obiekty sportowe i wiele innych), a ponieważ obligacje dochodowe zabezpieczone są dochodami i majątkiem obiektu z nich finansowanego, nie obciążają one majątku jednostki samorządu terytorialnego, co występuje w przypadku obligacji ogólnych.

Pierwsze w Polsce obligacje komunalne zabezpieczone przyszłymi przychodami wyemitowała spółka Miejskie Wodociągi i Kanalizacja w Bydgoszczy. Pierwsza transza o wartości 100 mln zł zapowiedziana została na grudzień 2005 roku. Szacunkowa wartość emisji obligacji wynosi 400 mln zł, przy czym kwota ta ma być spłacona w ciągu 18 lat³¹¹.

³¹⁰ Por. G. Węgrzyn, *Obligacje komunalne jako źródło finansowania inwestycji w gminie*, [w:] *Finanse publiczne w warunkach przekształceń w gospodarce*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 721, Wrocław 1996, s. 77.

³¹¹ Por. Rzeczpospolita z 17 listopada 2005 r.

10.2. Obligacje komunalne jako alternatywa dla kredytu bankowego

W zasadzie prawidłowo zaplanowany budżet powinien eliminować konieczność stosowania tak szczególnych instrumentów, jakimi są kredyty i pożyczki, zaciągane w celu sfinansowania zadań bieżących. Mogą jednak wystąpić obiektywne sytuacje, których nie można było przewidzieć w trakcie zgodnego z prawem wykonywania prawidłowo zaplanowanego budżetu, uniemożliwiające pełną realizację zaplanowanej strony dochodowej. Dlatego też należy podzielić pogląd, że instrumenty te powinny być zjawiskiem wyjątkowym i stanowić zabezpieczenie, umożliwiające dotrzymanie ustawowej zasady równowagi budżetów gmin³¹². Dotyczy to jednak tylko kredytów krótkoterminowych przeznaczonych na finansowanie zadań bieżących. Kredyty i pożyczki długoterminowe umożliwiają przede wszystkim finansowanie wydatków inwestycyjnych. Są one dla wspólnot samorządowych najważniejsze, gdyż zapewniają mieszkańcom gminy szansę na lepsze warunki życia i pracy.

Pozyskanie środków na zadania inwestycyjne zarówno w sferze gospodarczej, jak i w infrastrukturze komunalnej umożliwia tworzenie dodatkowych miejsc pracy, rozszerzenie zakresu usług świadczonych na rzecz społeczności lokalnych oraz podniesienie ich jakości, a także zachęcenie, przez rozwój infrastruktury, inwestorów do lokowania pieniędzy na terenie poszczególnych wspólnot samorządowych, co korzystnie wpływa na wizerunek jednostki terytorialnej i poprawia poziom zaspokajania potrzeb mieszkańców.

Właśnie dlatego omawiana grupa przychodów zwrotnych została przez ustawodawcę potraktowana w sposób szczególny.

Już w 1993 roku stworzono możliwość poręczania przez państwo spłaty kredytów inwestycyjnych przeznaczonych na rozwój infrastruktury, ochronę środowiska, inwestycje restrukturyzacyjne o krótkich cyklach realizacji i inne przedsięwzięcia w regionach zagrożonych wysokim bezrobociem strukturalnym, a także na wspomaganie procesów adaptacyjnych i rozwojowych w jednostkach gospodarczych w celu zwiększenia ich rentowności i konkurencyjności. W ten sposób nastąpiło rozdzielenie ryzyka między budżet państwa (poręczyciela) i bank (beneficjenta poręczenia)³¹³.

Według oceny pracowników samorządowych z analizy struktury zrealizowanych wydatków inwestycyjnych wynika, że ponad połowa dotyczy zadań o charakterze proekologicznym, takich jak: budowa wodociągów, kanalizacji i oczyszczalni ścieków oraz wysypisk odpadów komunalnych i gazyfikacja miejscowości. Ponad

³¹² W. Miemiec, *Kredyty, pożyczki i emisja obligacji w działalności komunalnej*, Samorząd Terytorialny 1995, nr 3, s. 72.

³¹³ Rozporządzenie Rady Ministrów z 27 kwietnia 1993 r. w sprawie warunków i trybu udzielania poręczeń – ze środków budżetu państwa – kredytu bankowego oraz opłat z tytułu udzielonego poręczenia (Dz.U. 1993 r. nr 40, poz. 185 z późn. zm.).

to, znaczne środki wydatkowano na: budowę szkół, sal gimnastycznych, ośrodków zdrowia, dróg oraz telefonizację. Działalność inwestycyjną jednostek samorządu terytorialnego uznać trzeba za korzystną, pozytywnie zmieniającą standard życia lokalnych społeczności³¹⁴.

Jednak w przyszłości zobowiązania te będą kreowały dodatkowe wydatki obligatoryjne, związane z koniecznością ich zwrotu wraz z dodatkowymi kosztami wynikającymi z ich pozyskania. Dlatego korzystanie z nich powinno być możliwe tylko w tych jednostkach samorządowych, które przewidują, że w okresie spłaty kredytów i pożyczek długoterminowych będą posiadały nadwyżki dochodów bezzwrotnych nad wydatkami³¹⁵.

Zobowiązania z tytułu zaciągniętych i niespłaconych pożyczek tworzą dług lokalny, który, obok państwowego, stanowi dług publiczny. Trudno jednoznacznie stwierdzić, czy wpływy z pożyczek publicznych są dochodami budżetowymi, czy, jak to jest w przypadku budżetu państwa, przychodem wyrównującym stan należności i zobowiązań. Jednak ostatnio zjawisko państwowego deficytu budżetowego stało się zjawiskiem wręcz normalnym i planowanym, natomiast w jednostkach samorządowych niedobory dochodów własnych są z założenia pokrywane transferami z budżetu państwa.

Według opinii środowisk samorządowych emisja obligacji komunalnych jest bardziej korzystnym sposobem pozyskiwania przychodów zwrotnych niż kredyt bankowy. Wskazywane są m.in. następujące zalety takiej emisji:

- mniejsze koszty pozyskania środków pieniężnych dzięki niższemu (w porównaniu z kredytem bankowym) oprocentowaniu;
- możliwość oferowania nabywcom obligacji (poza standardowym oprocentowaniem) dodatkowych świadczeń niefinansowych;
- promocja emitenta na rynku finansowym;
- możliwość zaprezentowania projektów inwestycyjnych, stanowiących przesłankę emisji obligacji, środowisku lokalnemu oraz uzyskania z jego strony akceptacji dla tych projektów, co jest ważnym elementem budowania więzi między lokalną władzą publiczną i właściwą terytorialnie społecznością lokalną.

Rozwój obligacji komunalnych po 1995 roku nie zmienił w istotnym stopniu struktury zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego, w której nadal dominuje udział kredytów bankowych. Biorąc pod uwagę liczbę gmin (prawie 2500), powiatów (blisko 400) i 16 województw trudno uznać obligacje komunalne za powszechnie stosowany sposób pozyskiwania środków finansowych o charakterze

³¹⁴ J. Zaleski, B. Cybulski, *Budżety wojewodów i budżety gmin w latach 1991-95*, Warszawa, Finanse Komunalne 1996, nr 2, s. 42.

³¹⁵ W. Miemiec, *Kredyty, pożyczki i emisja obligacji w działalności komunalnej*, op. cit., s. 74-75.

przychodów zwrotnych. Średnia wartość programu emisyjnego wynosi ok. 13 mln zł, ale ponad połowa programów nie przekracza wartości 5 mln zł, zaś tylko 5% programów wyróżnia się wartością ponad 50 mln zł. Wydłuża się stopniowo okres, na jaki zadłużają się jednostki samorządowe, emitujące obligacje komunalne; wynosi on średnio 5 lat, ale zdarza się, że jest ponad 2-krotnie dłuższy. Zdecydowana większość emisji ma charakter niepubliczny, a oprocentowanie obligacji jest z reguły zmienne i oparte na rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych³¹⁶.

Jak już parokrotnie wspomniano momentem rzeczywistego pobudzenia inicjatywy skierowanej na emitowanie samorządowych papierów wartościowych stało się uchwalenie ustawy o obligacjach z dnia 29 czerwca 1995 roku³¹⁷, która pozytywnie i skutecznie wpłynęła na rozwój rynku obligacji komunalnych.

Do najważniejszych walorów wspomnianej ustawy należą m.in.: stworzenie możliwości emisji obligacji hipotecznych, zerokuponowych, niezabezpieczonych i zamiennych, wprowadzenie instytucji banku reprezentanta oraz określenie podmiotów, które mogą występować jako gwaranci emisji. Duże znaczenie dla rozwoju emisji obligacji komunalnych miało wskazanie na gminy, związki międzygminne i miasto stołeczne Warszawę jako podmioty uprawnione do emitowania obligacji. Za najważniejsze zasady emisji obligacji sformułowane w omawianej ustawie uznać można:

- wprowadzenie podziału na obligacje o różnym stopniu zabezpieczenia i określenie sposobów zabezpieczeń;
- wprowadzenie obowiązku określenia celu emisji;
- wprowadzenie możliwości dokonania w drodze publicznej subskrypcji emisji obligacji o terminie wykupu krótszym niż jeden rok, przy czym wyemitowane papiery nie znajdują się w publicznym obrocie; w praktyce oznacza to, że emitent może skierować propozycję nabycia obligacji przy wykorzystaniu środków masowego przekazu albo w inny sposób do więcej niż 300 osób i nie będzie to proponowaniem nabycia w rozumieniu ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi;
- wprowadzenie instytucjonalnej ochrony interesów nabywców obligacji (instytucja banku reprezentanta); ustanowienie banku reprezentanta jest obligatoryjne przed rozpoczęciem emisji obligacji dokonywanej poprzez publiczną subskrypcję o terminie realizacji dłuższym niż rok od daty emisji; do podstawowych obowiązków banku reprezentanta należy m.in. dokonywanie okresowych analiz sytuacji finansowej emitenta, udzielanie informacji i wy-

³¹⁶ Por. J. Dziuba, *Banki na rynku obligacji komunalnych w Polsce*, [w:] *Banki na rynku finansowym. Teraźniejszość i przeszłość*, Wyd. Uniwersytetu Warmińsko-Mazurskiego, Olsztyn 2003, s. 72.

³¹⁷ Dz.U. Nr 83, poz. 420.

jaśnień obligatariuszom, składanie oświadczeń obligatariuszom w istotnych dla nich sprawach, podejmowanie stosownych działań w celu ochrony praw posiadaczy obligacji.

Emisja obligacji może zatem nastąpić w drodze publicznej subskrypcji. Do publicznej subskrypcji i publicznego obrotu obligacjami, w zakresie nieuregulowanym przez ustawę o obligacjach zastosowano ustawę o publicznym obrocie papierami wartościowymi, która określa m.in., kiedy proponowanie nabycia nosi znamiona właściwe obrotowi publicznemu, a więc wymaga spełnienia warunków takich jak np. sporządzenie prospektu emisyjnego lub memorandum emisyjnego oraz uzyskanie zgody Komisji Papierów Wartościowych.

Ustawa z dnia 26 listopada 1998 roku o finansach publicznych³¹⁸, która zajęła miejsce dawnego prawa budżetowego, zawiera określenie podstawowych zasad zaciągania zobowiązań przez jednostki samorządu terytorialnego.

W art. 48 ustawy zezwala się wymienionym wyżej jednostkom na zaciąganie kredytów i pożyczek oraz emitowanie papierów wartościowych w celu pokrycia występującego w ciągu roku niedoboru budżetu jednostki samorządu terytorialnego; podlegają one spłacie lub wykupowi w tym samym roku, w którym zostały zaciągnięte lub wyemitowane.

Kolejnym wskazanym w ustawie celem zaciągania wymienionych wyżej zobowiązań jest finansowanie wydatków, dla których brakuje pokrycia w planowanych dochodach jednostki samorządu terytorialnego. Wówczas obowiązuje warunek, że koszty obsługi ponoszone są co najmniej raz do roku, a dyskonto od emitowanych przez jednostki samorządu terytorialnego papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej; ponadto niedopuszczalna jest kapitalizacja odsetek.

10.3. Rynek obligacji komunalnych w Polsce

Omawiając *ex post* rozwój obligacji komunalnych w Polsce lat 90. ubiegłego wieku eksponuje się często dwie okoliczności. Pierwsza z nich wynika z obserwacji, iż zdecydowana większość podjętych i zrealizowanych przez jednostki samorządowe emisji obligacji komunalnych miała charakter niepubliczny.

Do wyjątków zaliczyć można Ostrów Wielkopolski, który wprowadził na rynek publiczny obligacje wyemitowane wcześniej w ofercie niepublicznej oraz Poznań i Rybnik, gdzie rada miejska w 2002 roku podjęła uchwałę w sprawie publicznego programu emisji obligacji komunalnych. Dzięki temu zdobyto środki finansowe

³¹⁸ Tekst jednolity według obwieszczenia Marszałka Sejmu RP z dnia 7 stycznia 2003 r. (Dz.U. 2003, Nr 15, poz. 148, z późniejszymi zmianami).

m.in. na rozbudowę kanalizacji sanitarnej, remonty kapitalne budynków mieszkalnych oraz inwestycje w zakresie sportu i rekreacji³¹⁹.

Obecnie na rynku notowanych jest 7 publicznych emisji obligacji komunalnych, w tym 2 emisje Ostrowa Wielkopolskiego (o jednostkowej wartości nominalnej 100 zł), 2 emisje Rybnika (o nominale 1000 zł) oraz 3 emisje Poznania (o nominale 100 zł). Ponadto 14 września 2004 roku dopuszczono do obrotu na rynku regulowanym 10 mln obligacji Polskiego Funduszu Komunalnego (PFK Sp. z o.o.) o łącznej wartości 1 mld zł. Podmiotem prowadzącym regulowany rynek pozagiełdowy obligacji jest spółka MTS-CeTO SA, która powstała w maju 2004 roku w wyniku połączenia spółki Centralna Tabela Ofert SA z włoską spółką MTS SA funkcjonującą na rynku euroobligacji.

Wśród przyczyn niskiego nadal zainteresowania polskich jednostek samorządowych możliwością emisji obligacji na rynku publicznym wymienić można³²⁰:

- brak zwolnień podatkowych dla nabywców obligacji komunalnych,
- konieczność odprowadzania podatku od zysków kapitałowych,
- zbyt wysokie opłaty i prowizje pobierane przez instytucje związane z publicznym obrotem papierami wartościowymi,
- skomplikowane procedury związane z wprowadzaniem obligacji do obrotu,
- duży zakres obowiązków informacyjnych nakładanych na emitenta obligacji, a wynikających z przepisów prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi,
- niska płynność papierów dłużnych na rynku wtórnym i związany z tym niski popyt ze strony inwestorów instytucjonalnych,
- zbyt duże rozdrobnienie emisji (90% emisji obligacji komunalnych nie przekracza wartości 20 mln zł), co nie sprzyja oczekiwaniom dużych inwestorów.

Kolejną okolicznością wpływającą na rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce jest fakt, iż w gronie jednostek samorządowych emitujących obligacje komunalne dominują wyraźnie gminy miejskie i to raczej miast dużych. Jednak i tu odnotować można wyjątki, ograniczające uniwersalność przytoczonego wyżej spostrzeżenia. Mianowicie już we wrześniu 1996 roku jako pierwsza w Polsce gmina wiejska zdecydowała się wyemitować obligacje komunalne gmina Mieścisko, położona w województwie poznańskim. Przesłanką tej decyzji stała się pilna potrzeba budowy oczyszczalni ścieków i kolektorów sanitarnych³²¹.

³¹⁹ Por. J. Mrowicki, *Rybnik jako pierwszy w Polsce dokonał publicznej emisji obligacji komunalnych*, Gazeta Samorządu i Administracji 2003 nr 10, s. 27-28.

³²⁰ Por. M. Poniatowicz, *Dług publiczny w systemie finansowym jednostek samorządu terytorialnego*, Wyd. Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2005, s. 201.

³²¹ Por. (epe), *Obligacje gminy wiejskiej*, Wspólnota nr 37, 1996, s. 7.

W dotychczasowym rozwoju obligacji komunalnych w Polsce dostrzega się wyraźnie dwie daty o charakterze przełomowym: rok 1995, kiedy uregulowano w sposób korzystny dla samorządu terytorialnego kwestię podstaw prawnych funkcjonowania obligacji oraz 1999 rok, kiedy w wyniku II etapu reformy ustrojowej, przeprowadzonego w 1998 roku, pojawiły się w Polsce nowe rodzaje jednostek samorządowych: powiaty, dla których utworzono zupełnie nową sieć jednostek podziału terytorialnego kraju i nowy szczebel w pionowej strukturze sektora publicznego oraz samorządowe województwa, których liczbę znacznie ograniczono, wyposażając je równocześnie w atrybuty samorządowej władzy publicznej.

Na uwagę zasługuje wszakże jeszcze jeden moment, a mianowicie rok 2001, kiedy w rezultacie złożonych procesów i zjawisk polityczno-społecznych oraz ekonomicznych wyraźnie wzrosło zadłużenie samorządu, wzrosła też liczba emitentów obligacji komunalnych oraz wartość emisji. Coraz silniej odczuwane niedobory środków finansowych skłoniły wiele jednostek samorządu terytorialnego do sięgnięcia po obligacje komunalne; w celu pokrycia wspomnianych niedoborów rozpoczęto w 2001 roku 65 nowych programów emisji obligacji komunalnych o łącznej wartości ponad 803 mln zł; dla porównania w 2000 roku rozpoczęto 40 nowych programów o łącznej wartości nieco ponad 455 mln zł³²².

Z powołanego wyżej źródła wynika także, iż w odróżnieniu od lat wcześniejszych gminy zaczęły wykorzystywać wpływy z emisji obligacji komunalnych nie tylko na finansowanie inwestycji strukturalnych, lecz także na pokrycie wydatków bieżących; tak stało się np. w Gorzowie Wielkopolskim. Ponadto, na rynku emitentów obligacji komunalnych pojawiły się nowe jednostki samorządu terytorialnego tj. ponad 20 powiatów³²³.

Tendencja ożywienia procesu emitowania obligacji komunalnych utrzymuje się do dziś, chociaż w ostatnich miesiącach po raz pierwszy nastąpiło odwrócenie tendencji wzrostowej. Z danych zebranych przez agencję Fitch Polska SA wynika, iż w III kwartale 2005 r. wprowadzono na rynek programy emisji obligacji dla gmin, powiatów, a nawet województw samorządowych na łączną sumę 60 mln zł, przy czym w tym samym okresie wykupiono obligacje komunalne na sumę 75 mln zł, a dynamika rynku tych obligacji w skali kwartału wyniosła -0,6% chociaż w skali roku jest ona nadal dodatnia i wynosi 8,4%³²⁴.

Zwraca uwagę wybitnie nierównomierny rozkład terytorialny zarówno zadłużenia jednostek samorządowych z tytułu emisji obligacji jak też liczby emitentów.

³²² Według przeglądu pozarządowych instrumentów dłużnych – Rating & Rynek, Fitch Polska – źródło: A. Myczkowska, *Rekordowy rok*, Rzeczpospolita 2001 nr 300, s. B5.

³²³ Por. A. Myczkowska, j.w.

³²⁴ Por. Podsumowanie III kwartału 2005 na rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych, www.fitchpolska.com.pl

Obie wymienione wielkości były (wg stanu na 30 września 2005 roku.) najwyższe w województwie wielkopolskim (49 emisji na sumę 819 mln zł), a najniższe na terenie województw świętokrzyskiego i podlaskiego (po 2 emisje na sumy odpowiednio 20 i 25 mln zł)³²⁵.

W związku z ożywieniem procesów poszukiwania przez jednostki samorządu terytorialnego przychodów zwrotnych pojawia się problem „bezpiecznego” poziomu zadłużenia samorządu. Z niektórych publicznych wypowiedzi przedstawicieli aparatu kontroli finansowej jednostek samorządowych wynika, że sytuacja nie jest jeszcze groźna; na ok. 2900 jednostek samorządowych tylko kilkanaście przekroczyło ustawowo dopuszczalny próg zadłużenia (60% dochodów budżetowych), przy czym są to gminy małe, o skromnych budżetach³²⁶; do takich gmin należy opisywana pewien czas temu w prasie gmina Brzozie, położona w województwie kujawsko-pomorskim i licząca zaledwie 3,8 tys. mieszkańców³²⁷.

Emisja obligacji komunalnych służy przede wszystkim finansowaniu projektów kapitałowych, obejmujących niejednokrotnie okres od kilku do kilkunastu lat. Finansowanie takich projektów wymaga jednak przeprowadzenia wnikliwych analiz obejmujących m.in. badanie rynku, szacowanie kosztów, itp., co z kolei wymaga posiadania określonej wiedzy i znajomości rzeczy. Dlatego też większość gmin czy miast chcących emitować obligacje komunalne decyduje się na powierzenie związanych z tym zadań wyspecjalizowanym instytucjom takim, jak: banki, biura maklerskie czy firmy konsultingowe, przy czym w Polsce największą rolę odgrywają w tym procesie banki, co potwierdzają dane z tabeli 10.1.

Większość emisji banki zorganizowały samodzielnie, a tylko w kilku przypadkach stworzyły w tym celu konsorcja emisyjne. Jak już wyżej wskazano, zdecydowanymi liderami na rynku obligacji są dwa największe banki: PKO BP SA oraz Pekao SA.

Na uwagę zasługuje także fakt, że wiele banków jest jedynie symbolicznie zaangażowanych w rynek obligacji komunalnych, biorąc udział tylko w jednym lub dwóch programach emisyjnych. Sytuacja ta nie wynika jednak z braku zainteresowania takimi emisjami, ale raczej z gorszej oferty oraz pozycji na rynku, co sprawia, że banki te przegrywają w przetargach. Należy także pamiętać, że niektóre banki organizujące emisje w przeszłości, zostały przejęte lub połączyły się z innymi bankami.

Kolejnym rodzajem działalności banków na rynku kapitałowym jest organizacja obrotu wtórnego. W przypadku rynku obligacji komunalnych agencji emisji wy-

³²⁵ Por. www.fitchpolska.com.pl, op. cit.

³²⁶ Por. Rozmowę z Bogdanem Cybulskim, przewodniczącym Krajowej Rady Regionalnych Izb Obrachunkowych pt. *Przekroczenie przez samorząd dopuszczalnego progu zadłużenia to rzadkość* (rozmawiała J. Grabowska), *Gazeta Samorządu i Administracji* 2004 nr 11, s. 20-23.

³²⁷ Por. np. artykuł M. Szczepańskiej-Piszcz pt. *Bankructwo gminy. Gmina Brzozie ma takie długi, że powinna ogłosić upadłość ale prawo jej na to nie pozwala*, *Przegląd* z 25 kwietnia 2004 r., s. 55-56.

Tabela 10.1. Organizatorzy emisji obligacji komunalnych w latach 1997-2005
(stan na 30.09.2005 r.)

Organizator:	Zadłużenie (w mln zł)
PKO BP	1098,02
PKO SA /CDM Pekao	874,44
BOŚ	243,31
BGK	233,20
BRE Bank	185,00
BZ WBK /DM BZ WBK	130,40
Bank Millenium	105,60
Bank BPH/GBG	49,60
Nordea Bank Polska	38,30
BISE	30,89
Bank Gesselschaft Berlin/Bank BPH	30,00
BGŻ	16,54
GBW	15,80
Bank Polskiej Spółdzielczości	11,20
Pozostałe	3,20
Razem	3065,50

Źródło: www.fitchpolska.com.pl

stępują w roli tzw. „market-makera”, zapewniającego płynność wyemitowanym obligacjom. Istnienie rynku wtórnego daje określone korzyści zarówno inwestorom, jak i emitentom.

Jeśli chodzi o inwestorów, to rynek wtórny umożliwia im w razie potrzeby odzyskanie zainwestowanych środków przed terminem wykupu, a także elastyczne kształtowanie ich portfela inwestycyjnego (w zależności od przyjętej przez nich strategii względem ryzyka oraz preferowanej stopy zwrotu). Rynek wtórny sprzyja także bieżącej wycenie inwestycji.

Z kolei, jeśli chodzi o emitentów, to możliwość obrotu obligacjami na rynku wtórnym podnosi ich atrakcyjność, dzięki czemu inwestorzy są skłonni zaakceptować niższą stopę zwrotu, co obniża emitentowi koszty związane z obsługą długu. Ponadto, emitent może przy ustalaniu ceny skorzystać z informacji o cenach bieżą-

Tabela 10.2. Inwestorzy na rynku obligacji komunalnych wg wartości nominalnej
(stan na 30.09.2005 r.)

Inwestorzy	Wartość (w mln zł)	Udział w rynku (w %)
Banki	1884,10	76,34
Towarzystwa ubezpieczeniowe	51,70	2,09
Fundusze emerytalne	0,0	0,0
Przedsiębiorstwa	66,10	2,68
Podmioty zagraniczne	337,50	13,67
Inne instytucje finansowe	88,90	3,60
Pozostałe jednostki	39,80	1,62
Razem	2468,1	100

Źródło: Obliczenia własne na podstawie www.fitchpolska.com.pl

cych obligacji z poprzednich emisji. Tabela 10.2 przedstawia strukturę inwestorów na rynku obligacji komunalnych.

Tabela 10.2 pokazuje, że głównymi inwestorami na rynku obligacji komunalnych są w dalszym ciągu banki, których udział w rynku wynosi 76,34%.

Jak już wspomniano dotychczasowe emisje obligacji komunalnych w zdecydowanej większości miały charakter niepubliczny, co praktycznie uniemożliwiało obracanie nimi na rynku regulowanym (giełdowym oraz pozagiełdowym).

Obligacje komunalne odznaczają się jednak najwyższą dynamiką pod względem wzrostu wartości ich udziału w rynku obligacji ogółem, co odzwierciedlają dane przedstawione w tabeli 10.3.

Tabela 10.3. Wartość portfeli obligacji komunalnych w obiegu i ich udział w rynku obligacji w latach 1997-2005 (stan na koniec roku)

Lata:	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005****
Wartość (mln zł)*	297	526	653	860	1629	2219	2639	2954	3065
Udział (w %)**	8,7	7,0	7,1	6,0	9,4	11,2	12,1	12,7	12,7
Dynamika (%)***	-	77,2	24,2	31,5	89,5	36,2	18,9	12,0	8,4
Liczba emisji	28	40	53	89	149	192	201	227	238

Gdzie:

* – skumulowana wartość wyemitowanych obligacji komunalnych,

** – udział obligacji komunalnych w rynku obligacji ogółem,

*** – przyrost w stosunku do roku poprzedniego,

**** – dane na koniec III kwartału 2005 r.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie www.fitchpolska.com.pl

Analizując dane z powyższej tabeli zauważyć można spowolnienie dynamiki wzrostu rynku obligacji komunalnych począwszy od 2001 roku, w którym zanotowano największy wzrost zainteresowania tą formą inwestowania. Jak już wspomniano, w III kwartale 2005 roku odnotowano ujemną dynamikę rynku obligacji komunalnych w skali kwartalnej (-0,6%).

Niewielka wartość polskiego rynku obligacji komunalnych sprawia, że papiery te stanowią niewielki udział w aktywach polskich banków (poniżej 0,5%). W 2002 roku ich udział wynosił jedynie ok. 1,5% wartości wszystkich papierów wartościowych będących w posiadaniu banków komercyjnych (dla porównania w USA wskaźnik ten wynosi ok. 10%).

Oprócz obligacji komunalnych źródłami finansowania działalności jednostek samorządu terytorialnego są: kredyty bankowe, przyjęte depozyty oraz inne zobowiązania. Zbiorcze kwoty i strukturę zobowiązań, zaciągniętych przez jednostki samorządu terytorialnego w latach 1999-2004, przedstawiają dane w tabeli 10.4.

Dane z tabeli 10.4 wskazują na tendencję stałego wzrostu zobowiązań zaciągniętych przez wszystkie jednostki samorządu terytorialnego. Jednocześnie daje się

Tabela 10.4. Zobowiązania jednostek samorządu terytorialnego w latach 1999-2004

Rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Ogółem (w mln zł)	6.187	9.377	12.266	15.358	17.277	18.950
W tym (%) – kredyty	82,1%	78,6%	79,8%	79,7%	79,8%	79,9%
- emisja obligacji	11,3%	10,2%	13,7%	15,5%	16,3%	16,5%
- przyjęte depozyty	1,3%	2,1%	0,6%	0,2%	0,1%	0,1%
- inne zobowiązania	5,3%	9,1%	5,9%	4,6%	3,8%	3,5%

Źródło: Obliczenia własne na podstawie materiałów NBP (www.nbp.pl).

zauważyć osłabienie tempa jego wzrostu. W 2004 roku kwota zobowiązań ogółem była w stosunku do 2003 roku wyższa o ok. 10%, a w stosunku do 1999 roku – o ponad 200%. Z łącznej kwoty zobowiązań ogółem wykazanych przez jednostki samorządu terytorialnego w latach 1999-2004 na kredyty bankowe przypadało prawie 80%, natomiast udział obligacji komunalnych w łącznej sumie zobowiązań tych jednostek systematycznie wzrastał osiągając poziom ponad 16% w 2004 roku. Przedstawiona powyżej struktura zobowiązań jednostek samorządu terytorialnego wskazuje na stały wzrost udziału emisji papierów wartościowych (obligacji) przy prawie nie zmieniającym się udziale zaciągniętych kredytów i pożyczek oraz stałym zmniejszaniu się (począwszy od 2000 roku) udziału innych wymagalnych zobowiązań.

Perspektywy rozwoju obligacji komunalnych w Polsce wiążą się z ich atrakcyjnością, polegającą na tym, że jednostka samorządu terytorialnego zaciąga zobowiązanie pożyczkowe we własnym imieniu i na własny rachunek bezpośrednio u obligatariuszy, tj. nabywców obligacji. Natomiast w przypadku korzystania przez jednostkę samorządową z kredytu bankowego, jednostka ta, czyli kredytobiorca, zaciąga kredyt w banku, którego środki zostały wcześniej „pożyczone” od depozytariuszy. Inne argumenty przemawiające za obligacjami również wydają się przekonujące.

Koszty związane z emisją i wykupem obligacji są na ogół niższe niż koszty kredytu bankowego (m.in. w grę wchodzi tu niższe oprocentowanie), a ponadto obligacje umożliwiają jednorazowe zaciągnięcie, odpowiednio do potrzeb, wysokiej pożyczki u wielu wierzycieli i to na okres dłuższy, niż jest to możliwe w przypadku kredytów bankowych.

Dodatkowym elementem atrakcyjności obligacji może być połączenie ich wykupu ze sprzedażą tzw. mienia komunalnego; nabywca obligacji płacąc nimi np. za działkę budowlaną może otrzymać rabat, wynoszący np. 10% wartości działki³²⁸.

Przyszłość obligacji komunalnych zależy od wielu czynników i okoliczności, warto wszakże pamiętać, iż obligacje te w skali światowej „cieszą się dużą popularnością na rynku kapitałowym i traktowane są jako papiery wartościowe o dużej wiarygodności, nieznacznie niższej niż obligacje skarbowe”³²⁹. Niemniej jednak

³²⁸ Por. S. Antkiewicz, *Pożytki z obligacji*, Gazeta Bankowa z 12-18 grudnia 2000 r., s. 28.

³²⁹ Por. D. Hajdys, *Rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce w latach 1996-2000*, Wyd. UŁ, Łódź 2003, s. 5.

dokonywanie oceny ryzyka obligacji pozostaje aktualne, a szczególną formą tej oceny jest tzw. *rating*, prowadzony przez nowe w warunkach polskich instytucje zwane agencjami ratingowymi, których głównym zadaniem jest ocena zdolności emitentów do spłaty zobowiązań, powstających w wyniku emisji papierów wartościowych, tj. w omawianym tu przypadku – obligacji komunalnych.

Sukces w upowszechnianiu i sprawnym funkcjonowaniu obligacji komunalnych na polskim rynku kapitałowym zależy nie tylko od inicjatywy jednostek samorządu terytorialnego, czyli dotychczas głównie gmin, lecz także od umiejętnej współpracy z doradcami i organizatorami emisji.

Doradcami są przeważnie wyspecjalizowane firmy, które m.in. pomagają emitentowi przy wyborze agenta emisji i sporządzeniu programu obsługi zaciągniętego w jej wyniku długu. Niekiedy dla obniżenia kosztów usług doradczych emitenci ograniczają się do korzystania z usług banków, które występują z reguły w roli organizatorów (agentów emisji). Zadania agenta emisji obejmują w szczególności opracowanie koncepcji rozprowadzenia obligacji oraz procedur subskrypcji, przeprowadzenie subskrypcji i przyjmowanie zamówień, prowadzenie obsługi rozliczeń finansowych w ramach rynku pierwotnego i wtórnego, a także przeprowadzenie wykupu obligacji³³⁰. W dotychczasowej praktyce polskiej głównymi agentami emisji obligacji komunalnych były – jak już wcześniej wskazano – dwa banki: PKO BP SA o największej liczbie programów emisyjnych i relatywnie mniejszej wartości emisji oraz Pekao SA, gdzie liczba programów emisyjnych jest o połowę mniejsza, ale ich wartość zajmuje zdecydowanie pierwsze miejsce na liście organizatorów emisji obligacji komunalnych³³¹. Nic nie wskazuje na to, by w najbliższej przyszłości sytuacja ta miała ulec zasadniczej zmianie.

Wracając do kwestii czynników, od których zależy rozwój rynku obligacji komunalnych, wskazać warto (poza kwestiami już wyżej sygnalizowanymi) sprawy następujące:

- problemy organizacyjne związane z przygotowaniem i przeprowadzeniem emisji; brak doświadczenia w jednostkach samorządowych powoduje trudności z trafnym wyborem agenta emisji;
- stan wiedzy pracowników – w dyskusji nad rozwojem rynku często przytacza się argument, że poziom wiedzy lokalnych służb finansowych w zakresie procedur emisji obligacji jest stosunkowo niski, toteż odnoszą się one do zjawiska emisji papierów wartościowych dość nieufnie. Pogląd ten wydaje się jednak anachroniczny, gdyż w miarę wzrostu liczby dokonywanych emisji wzrasta stan wiedzy pracowników samorządowych. Przyczyniają się do tego również

³³⁰ Tamże, s. 155.

³³¹ Tamże, s. 156.

liczne publikacje prasowe, opracowania, szkolenia i seminaria – jest to temat niezwykle popularny, a wśród samorządowców pojawiają się prawdziwi entuzjaści obligacji;

- korzyści instytucji finansowych obsługujących emisje; w związku z popularnością tematu obligacji pojawia się niekiedy pytanie, czy nie jest to sztucznie wykreowana moda i czy nie jest tak, że propagowaniem emisji bardziej niż jednostki samorządowe zainteresowane są banki, a więc ich potencjalni organizatorzy, pragnący pozyskać perspektywicznego klienta, jakim jest np. gmina oraz uzyskać dodatkowe korzyści związane chociażby z obsługą rachunku bieżącego. Jednak stale zwiększająca się liczba nowych emisji wydaje się podważać pogląd, że temat obligacji komunalnych to tylko przejściowa „moda”.

Dla uzupełnienia wizerunku opisywanego fragmentu rzeczywistości finansowo-gospodarczej warto przytoczyć również niektóre inne wątpliwości związane z emisją obligacji komunalnych, a formułowane od dawna w literaturze przedmiotu. Należą do nich m.in.:

- fakt, że emisja obligacji nie przesądza o wysokości wpływów do budżetów lokalnych z tego tytułu. Obligacje mogą nie zostać sprzedane w całości, co może być spowodowane czynnikami zarówno zewnętrznymi, jak też wewnętrznymi;
- mała płynność bieżąca; jednostka samorządu terytorialnego nie może zbankrutować, ale może stać się niewypłacalna;
- skomplikowana i długotrwała procedura emisyjna, zmuszająca do korzystania z usług instytucji doradczych;
- brak wykrystalizowanego rynku obligacji komunalnych oraz instytucji zajmujących się wyłącznie tą sferą rynku kapitałowego (np. w Stanach Zjednoczonych istnieją fundusze inwestycyjne oparte tylko na obligacjach komunalnych)³³².

Przy ogólnie pozytywnej ocenie perspektyw, jakie rysują się przed obligacjami komunalnymi w Polsce, trzeba jednak pamiętać, że niezwykle uciążliwą barierą, a zarazem hamulcem ich rozwoju, jest brak stabilności tzw. prawa samorządowego. „Kolejne prowizoryczne ustawy o dochodach, które stały się już normą w ustroju samorządowym, powodują zawieszenie samorządów w permanentnym okresie przejściowym. Niepokój związany z przygotowywaniem kolejnej reformy, mającej ograniczyć liczbę powiatów, nie ułatwia władzom lokalnym prowadzenia długofalowej polityki”³³³.

³³² Argumenty przemawiające za i przeciw emisji obligacji komunalnych przytoczono na podstawie: M. Kossek-Wojnar, *Gmina na rynkach pożyczkowych*, wyd. Akademii Ekonomicznej, Kraków 1996, s. 56-63; *Prawne aspekty emisji obligacji komunalnych*, Wyd. Municipium, Warszawa 1995, s. 19; M. Bitner, *Obligacje komunalne w Polsce – charakterystyka rynku*, Agencja Rozwoju Komunalnego, Warszawa 1996, s. 1-2.

³³³ Por. M. Jendra, *Nieznane korzyści z obligacji komunalnych*, Gazeta Samorządu i Administracji 2004 nr 12.

Sygnałem pozytywnych zmian w ustawodawstwie dotyczącym obligacji komunalnych jest z pewnością dokonana w 2000 roku nowelizacja ustawy z 1995 roku o obligacjach, umożliwiająca emitowanie samorządowych obligacji przychodowych, działających na zasadzie swoistej „samospłaty”.

Powołana wyżej znówelizowana w 2000 roku polska ustawa o obligacjach zezwala gminom, powiatom i województwom, a także związkom tych jednostek oraz miastu stołecznemu Warszawie na emisję obligacji przychodowych, jednak możliwość wyłączenia obligacji przychodowych z ograniczeń limitowych dotyczy jedynie kosztów obsługi, a nie całego długu.

Istotną kwestią związaną z obligacjami komunalnymi jest duża liczba skomplikowanych aktów prawnych regulujących zasady ich emisji i obrotu nimi, co może stanowić istotny czynnik zniechęcający i odstraszaający potencjalnych emitentów³³⁴.

Podsumowanie

Podsumowując można wyrazić pogląd, że emisja obligacji komunalnych jako metoda pozyskiwania przychodów zwrotnych pokrywających niedobory finansowe jednostek samorządowych zwłaszcza w dziedzinie lokalnych inwestycji ma przed sobą przyszłość.

Emisja obligacji komunalnych powinna być promowana i wspierana przez państwo m.in. w drodze stosownych rozwiązań legislacyjnych, zwiększających elastyczność procedur związanych z przygotowywaniem oraz realizacją programów emisyjnych, a zarazem chroniących jednostki samorządu terytorialnego przed nadmiernym zadłużeniem. Generalnie rzecz biorąc zadłużenie samorządu terytorialnego w Polsce w porównaniu z zadłużeniem państwa stanowi jednak znacznie mniejsze zagrożenie dla gospodarki kraju.

Formy zaciągania długu publicznego w jego samorządowej części mogą być – podobnie jak dotychczas – różne, zaś sygnalizowane już w niniejszym opracowaniu zalety obligacji komunalnych jako źródła finansowania inwestycji ważnych dla rozwoju lokalnego skłaniają do promowania tychże obligacji, których obsługą zajmują się w Polsce głównie banki.

³³⁴ Kwestie dotyczące emisji obligacji komunalnych uregulowane są m.in. w następujących aktach prawnych: *Ustawa z dn. 29 czerwca 1995 r. o obligacjach*, Tekst jednolity: Dz.U. 2001, Nr 120, poz. 1300, późn. zm., *Ustawa z dn. 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, tekst jednolity: Dz.U. 2002, Nr 49, poz. 447, z późn. zm., *Ustawa z dn. 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych* (art. 49 ust. 1, art. 113 ust. 1-2, art. 114, art. 115 ust. 1) tekst jednolity: Dz.U. 2003, Nr 15, poz. 148, z późn. zm., *Ustawa z dn. 8 marca 1990 r. o samorządzie gminnym* (art. 18 ust. 2 pkt. 9 lit. b), tekst jednolity: Dz.U. 2001, Nr 142, poz. 1591, z późn. zm., *Ustawa z dn. 5 czerwca 1998 r. o samorządzie powiatowym* (art. 12, pkt. 8 lit. b), tekst jednolity: Dz.U. 2001, Nr 142, poz. 1592, z późn. zm., *Ustawa z dn. 5 czerwca 1998 r. o samorządzie województwa* (art. 18, pkt. 19 lit. b), tekst jednolity: Dz.U. 2001, Nr 142, poz. 1590, z późn. zm.

W kontekście członkostwa Polski w Unii Europejskiej należy przypuszczać, że coraz częściej obligacje komunalne będą wykorzystywane jako instrument finansowania wkładu własnego przy realizacji programów inwestycyjnych ze środków strukturalnych UE, co wobec ogromnych potrzeb w tym zakresie, powinno przyczynić się do znacznego rozwoju polskiego rynku obligacji komunalnych.

Rozdział 11

Finansowanie działalności przedsiębiorstwa przez fundusze europejskie

Tomasz Bernat

Wprowadzenie

Przedsiębiorczość w Polsce, jak i na świecie łączona jest często z funkcjonowaniem sektora małych i średnich przedsiębiorstw. Nie ma w tym związku nic nieprawdziwego, gdyż współczesne przedsiębiorstwa sektora MSP, patrząc na gospodarkę przez pryzmat statystyki, wypełniają ją niemal w 100%. Stale rośnie również ich rola w odniesieniu do innych miar jak udział w wytwarzaniu Produktu Krajowego Brutto czy stopie zatrudnienia siły roboczej. Wszystko to sprawia, iż interesujące są wszelkie analizy związane z tą częścią gospodarki i jej funkcjonowaniem. Jest to tym bardziej istotne, że przedsiębiorstwa te zgodnie z trendami, będą umacniały swoją rolę we wszystkich gospodarkach świata.

Jednym z czynników, który wpływa na ich powstawanie, rozwój i przetrwanie jest niewątpliwie strona finansowa. Każdy podmiot gospodarczy, który funkcjonuje na określonym rynku w otoczeniu konkurencyjnym, musi ponosić koszty związane z jego działalnością. Wydatki te, zgodnie z założeniami pragmatycznymi, mają zwrócić się w postaci przychodów. Jeżeli tylko te drugie będą większe, powstaje nadwyżka zwana zyskiem, mogąca być rozdysponowana przez właściciela (właścicieli) lub zarządzających zgodnie z ich potrzebami. Ogólnie może być on podzielony w zależności od kryterium związku z przedsiębiorstwem na cele inwestycyjne lub konsumpcyjne.

Analizując cel inwestycyjny, należy stwierdzić, iż nie zawsze wystarcza pieniędzy z zysku netto na przeprowadzenie wszystkich niezbędnych działań inwestycyjnych. Wręcz przeciwnie, wielokrotnie jest ich za mało. Przedsiębiorcy muszą wówczas znaleźć właściwe dla nich rozwiązanie, które pozwoli im na uzyskanie dodatkowych środków finansowych³³⁵. Problemem, który pojawia się jednak w tych przypadkach, jest znalezienie odpowiednich źródeł kapitału, które będą możliwe i realne do wykorzystania. Oprócz problemów związanych z koniecznością zwrotu uzyskanych środ-

³³⁵ W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2001, s. 13.

ków finansowych i zapłaty za nie, bardzo często występują inne, jak dobra sytuacja finansowa kapitałobiorcy, konieczność zgromadzenia odpowiednich dokumentów, przedstawienie określonych zabezpieczeń czy odpowiedniego wypełnienia potrzebnych formularzy aplikacyjnych.

Celem niniejszego rozdziału jest zaprezentowanie jednej z obecnie dostępnych metod finansowania działalności przedsiębiorstw (zwłaszcza zaliczanych do sektora małego i średniego biznesu), jakim jest wykorzystanie środków z funduszy unijnych. Możliwości te są obecnie znacznie bardziej dostępne dla tych przedsiębiorców niż przed przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej. Praca ta składa się z pięciu części. W pierwszej zaprezentowane zostało po krótko miejsce i rola środków z funduszy pomocowych UE w finansowaniu działalności przedsiębiorstw. Druga część prezentuje podstawowe fundusze unijne z podziałem na możliwości ich wykorzystania przez przedsiębiorstwa. Część trzecia to krótka charakterystyka wykorzystania środków unijnych w pierwszym okresie po przystąpieniu Polski do UE. W czwartym punkcie pokazano zarys schematu wykorzystania środków unijnych w Polsce, zaś ostatnia część prezentuje dostępne programy pomocowe dla rozwoju przedsiębiorczości w Polsce, jaką oferuje agencja rządowa PARP. W rozdziale tym pokazano również główne problemy, z jakimi spotykają się polscy przedsiębiorcy aplikujący po dofinansowanie swojej działalności z funduszy europejskich.

11.1. Rola funduszy europejskich w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa

Finansowanie działalności podmiotów gospodarczych można rozpatrywać w odniesieniu do wielu płaszczyzn odniesienia – kryteriów podziału. Po pierwsze, w zależności od zakresu działań przedsiębiorcy, finansowanie można zdefiniować wąsko i szeroko³³⁶. W węższym ujęciu oznaczać będzie ono wszelkie działania, jakie podejmują właściciele (zarządzający) w celu uzyskania kapitału. Dotyczy to zarówno kapitału obrotowego, a więc krótkoterminowego, jak i kapitału inwestycyjnego, a więc długoterminowego.

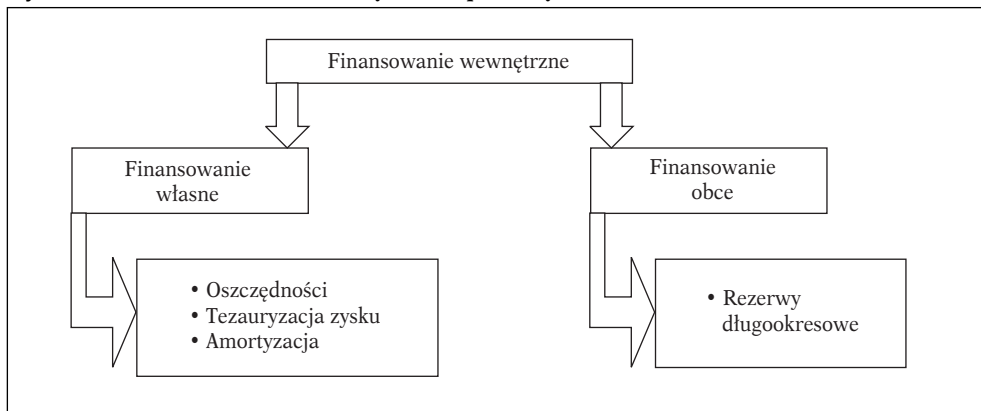
Finansowanie w szerszym znaczeniu oznaczać będzie zarządzanie kapitałami, a więc obok działań polegających na ich zdobywaniu, istotne będą działania mające na celu odpowiednie ich wykorzystanie. Dotyczy to dążenia do zapewnienia właściwego poziomu finansowania oraz właściwego wykorzystania możliwych, pojawiających się nadwyżek.

Drugie kryterium dotyczy podziału finansowania działalności gospodarczej ze względu na źródła pochodzenia kapitału. Wówczas podzielić je można na dwie części: wewnętrzną i zewnętrzną. *Finansowanie wewnętrzne* polega na uzyskaniu bądź zwiększeniu poziomu kapitałów w drodze przekształcania dóbr rzeczowych w środki

³³⁶ W. Ickiewicz, *Strategia finansowania przedsiębiorstw*, Poltext, Warszawa 1992, s. 52.

własne. Główną zasadą jest w tym przypadku to, iż kapitał taki nie rodzi konsekwencji jego zwrotu właścicielom, od których został otrzymany. Finansowanie wewnętrzne i jego podział przedstawia rysunek 11.1.

Rysunek 11.1. Finansowanie wewnętrzne w przedsiębiorstwie



Źródło: Opracowanie własne na podstawie E. Konopska i M. Struś, *Bariery w finansowaniu rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w przededniu integracji Polski z Unią Europejską*, [w:] *Rynek kapitałowy w przededniu integracji Polski z Unią Europejską*, W. Tarczyński (red.), PTE, Szczecin 2004, s. 100.

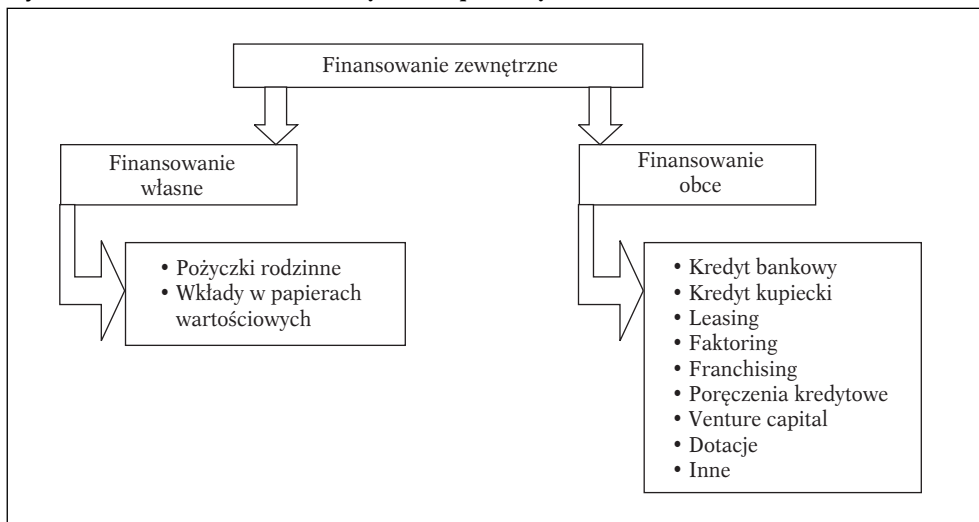
Jak wynika z zaprezentowanego rysunku 11.1, finansowanie wewnętrzne podzielić można według następnego kryterium, jakim jest związek udzielanego kapitału z przedsiębiorstwem. Podział następuje tu na dwie grupy: kapitał własny i obcy. Zasadniczą cechą wyróżniającą jest to, czy dany kapitał pochodzi od właściciela przedsiębiorstwa i czy stanowi finansowe obciążenie dla podmiotu. *Kapitał własny* w tym ujęciu należy do właściciela i nie jest obciążeniem dla podmiotu – nie trzeba go zwracać właścicielowi i jego wykorzystanie nie pociąga za sobą dodatkowych kosztów. *Kapitał obcy* jest natomiast własnością osób trzecich i w większości przypadków przedsiębiorstwo musi zapłacić za jego wykorzystanie.

Finansowanie kapitałem własnym polega, na przedstawionym powyżej rysunku, na wykorzystaniu trzech dostępnych źródeł: oszczędności, zysku i amortyzacji. Oszczędności pojawiają się w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo wypracowuje zyski, których część przeznaczona jest na cele inne niż inwestycyjne. Zyski to oczywiście klasyczna forma nadwyżki, jaką uzyskuje podmiot gospodarczy w wyniku pomyślnego działania. Amortyzacja to natomiast „papierowe koszty”, które powstają w wyniku księgowego rozliczania inwestycji.

Finansowanie obce w tym przypadku to środki pochodzące z długookresowych rezerw, a więc np. inwestycji przedsiębiorstwa w obce podmioty w postaci akcji lub udziałów (dywidendy) lub odsetek z inwestycji w obligacje skarbowe lub przedsiębiorstw. Ich istotą jest to, iż są związane z długoterminowym inwestowaniem w obce jednostki.

Finansowanie zewnętrzne oznacza uzyskiwanie kapitałów z otoczenia przedsiębiorstwa. Są to różnego rodzaju instytucje, które finansowo mogą wesprzeć działanie podmiotu. Schematycznie przedstawia to rysunek 11.2.

Rysunek 11.2. Finansowanie zewnętrzne w przedsiębiorstwie



Źródło: Opracowanie własne na podstawie E. Konopska i M. Struś, *Bariery w finansowaniu rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w przededniu integracji Polski z Unią Europejską*, [w:] *Rynek kapitałowy w przededniu integracji Polski z Unią Europejską*, W. Tarczyński (red.), PTE, Szczecin 2004, s. 101.

Zgodnie z informacjami przedstawionymi na rysunku 11.2, finansowanie zewnętrzne także dzieli się na dwie części: własne i obce. *Finansowanie własne* w tym przypadku odbywa się głównie poprzez wkłady pieniężne od rodziny przedsiębiorcy (lub z jego wkładów prywatnych) oraz, w przypadku większej skali działalności, poprzez ofertę papierów wartościowych (głównie udziałów w Sp. z o.o. i akcji). Pieniądze te traktowane są jako własne, gdyż nie ma obowiązku zapłaty za nie. Mogą one natomiast wiązać się z koniecznością podziału własności przedsiębiorstwa dla nowych właścicieli i ewentualnym ich wpływem na zarządzanie.

Finansowanie zewnętrzne obce dostępne jest pod wieloma postaciami, z których ważniejsze przedstawiono na rysunku 11.2. W większości przypadków stanowią one źródła kapitału, w przypadku których konieczna jest zapłata za jego wykorzystanie. Wybór formy finansowania uzależniony jest przy tym od wielu czynników wewnętrznych i zewnętrznych dla podmiotu, jak jego zakres działalności, stan majątkowy, poziom zasobów własnych, stopy oprocentowania kredytów, stan rynku kapitałowego, rozwój prawa finansowego i inne. Wykorzystanie tych źródeł związane jest zawsze z działalnością inwestycyjną przedsiębiorstwa – a więc chęcią jego rozwoju³³⁷. Jest to szczególnie widoczne w branżach charakteryzujących się wysoką

kapitałochłonnością. Niemniej jednak, praktycznie każde przedsiębiorstwo w okresie swojego rozwoju potrzebuje dodatkowych źródeł finansowania. W odniesieniu do kapitałów obcych istotne jest przy tym jak wiele potrzeba będzie zapłacić za jego wykorzystanie. Oczywiście jest, że im mniej, tym jest to rozwiązanie lepsze. W większości przypadków, podmiot gospodarczy udzielający kapitału będzie także chciał go otrzymać z powrotem. Jak wynika z rysunku 11.2, wymienione wyżej dwa aspekty korzystania z kapitałów obcych niekoniecznie muszą oznaczać konieczność zapłaty za kapitał lub jego zwrot. W przypadku kredytu kupieckiego oraz dotacji ta podstawowa zasada nie działa.

Kredyt kupiecki oznacza, że przedsiębiorstwo finansuje się przez pewien czas środkami innej firmy. Ta forma finansowania posiada dwie odmiany: kredyt odbiorcy i dostawcy. W pierwszym przypadku może on przybrać postać kredytu wyposażeniowego i może być udzielony w postaci środków pieniężnych na wyposażenie przedsiębiorstwa np. w środki produkcji lub też polega na odroczeniu terminu płatności. Kredyt dostawcy polega natomiast na dokonaniu wpłat na poczet przyszłego zobowiązania. Odbiorca może wówczas finansować swoją działalność nie korzystając ze środków własnych i jednocześnie nie musi brać pod uwagę odsetek.

Dotacje uzyskiwane przez przedsiębiorstwa w ramach wsparcia od państwa są bezzwrotnymi środkami, przeznaczonymi na różnorodne formy aktywności gospodarczej. Mogą one dotyczyć zarówno inwestycji w nowe i używane maszyny, urządzenia, jak i różnorodnych szkoleń i działań doradczych. Ich zasadniczą cechą jest to, iż pozostają bezzwrotne i nie pociągają za sobą konieczności zapłaty za wykorzystany kapitał. Jest to więc kapitał, który może być bardzo przydatny w każdej działalności. Oczywiście otrzymanie takiego wsparcia nie jest bardzo proste, jednak nie jest również niemożliwe. W zależności od celu wykorzystania środków, jak i wielkości pomocy, konieczne jest mniejsze lub większe „zbiurokratyzowanie” całej procedury uzyskiwania dotacji i późniejszego jej rozliczania. W wielu przypadkach uzyskanie dotacji uzależnione jest od wkładu własnego wnioskodawców, przy czym jego wielkość (udział procentowy w całej inwestycji) może być uzależniony od regionu, w którym działa przedsiębiorstwo, celu inwestycji, terminu realizacji.

11.2. Fundusze europejskie – wsparcie dla przedsiębiorstw

Wstąpienie Polski do struktur Unii Europejskiej oraz zakwalifikowanie naszego kraju przez Wspólnotę, jako regionu wymagającego wsparcia, otworzyło dla polskich

³³⁷ B. Granosik, *Wybrane formy finansowania przedsiębiorstwa*, [w:] *Unifikacja gospodarek europejskich: szanse i zagrożenia*, A. Manikowski, A. Psyk (red.), Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2004, s. 2.

przedsiębiorstw nowe możliwości uzyskania dotacji na rozwój³³⁸. W tych ramach podmioty gospodarcze mogą ubiegać się o wsparcie z różnych źródeł. W tym celu powołano do życia **Fundusze Strukturalne**³³⁹. Są one instrumentami Polityki Strukturalnej Unii Europejskiej. Ich zadaniem jest wspieranie restrukturyzacji i modernizacji gospodarek krajów UE. W ten sposób wpływa się na zwiększenie spójności ekonomicznej i społecznej Unii. Fundusze kierowane są do tych sektorów gospodarki i regionów, które bez pomocy finansowej nie są w stanie dorównać do średniego poziomu ekonomicznego w UE. W skład Unii wchodzić przecież regiony dobrze rozwinięte, takie jak południowa Anglia, okolice Paryża, czy Holandia oraz te, których poziom rozwoju znacznie odbiega od „średniej europejskiej”. Są nimi Grecja, Irlandia, Portugalia, Północna Skandynawia, Południowe Włochy oraz w zasadzie wszystkie kraje z nowej 10 UE. Polska jako kraj objęta jest w całości wsparciem Funduszy Strukturalnych. Polityka Strukturalna i Fundusze mają pomóc władzom centralnym i regionalnym słabiej rozwiniętych regionów w rozwiązaniu ich najważniejszych problemów gospodarczych. Istnieją cztery Fundusze Strukturalne:

- *Europejski Fundusz Społeczny (EFS)*,
- *Europejski Fundusz Orientacji i Gwarancji Rolnej (EFOiGR)*,
- *Europejski Fundusz Rozwoju Regionalnego (EFRR)*,
- *Finansowy Instrument Orientacji Rybołówstwa (FIOR)*.

Fundusze te uzupełnione są przez *Fundusz Spójności*, który traktowany jest jako instrument polityki strukturalnej.

Polityka UE wyróżnia trzy zasadnicze cele wykorzystania funduszy strukturalnych. Są one następujące³⁴⁰:

- Cel 1 – promowanie rozwoju i dostosowań strukturalnych w regionach słabiej rozwiniętych;
- Cel 2 – wspieranie gospodarczej i społecznej konwersji obszarów stojących w obliczu problemów strukturalnych;
- Cel 3 – wspieranie adaptacji i modernizacji polityk oraz systemów kształcenia, szkolenia i zatrudnienia.

Dwa najważniejsze fundusze, których środki mogą wspierać działalność wszystkich podmiotów gospodarczych (a nie wybranych grup społecznych lub sektorowych) to EFS oraz EFRR.

³³⁸ J. Adamek, *Narzędzia wspierania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw – próba klasyfikacji*, [w:] *Czas na pieniądze, Zarządzanie Finansami, klasyczne zasady – nowoczesne narzędzia*, D. Zarzecki (red.), Szczecin 2002, s. 343.

³³⁹ Strona internetowa: www.fundusze-strukturalne.gov.pl, (stan na 1 grudnia 2005).

³⁴⁰ *Przewodnik po funduszach strukturalnych dla przedsiębiorców oraz instytucji wspierających firmy*, J. Domańska (red.), PARP, Warszawa 2004, s. 5.

Europejski Fundusz Społeczny powołany został w celu wspierania wspólnotowej polityki społecznej. Finansuje on działania państw członkowskich w zakresie przeciwdziałania bezrobociu i rozwoju zasobów ludzkich. Ze środków funduszu finansowane są głównie: szkolenia zawodowe, stypendia, praktyki zawodowe, doradztwo i pośrednictwo zawodowe, analizy i badania dotyczące rynku pracy, itp. Działania EFS związane są ze wsparciem zasobów ludzkich w działaniach wspólnoty³⁴¹. Rada i Parlament Europejski określiły, jakie będą główne obszary jego działania. Są to:

- aktywna polityka rynku pracy,
- przeciwdziałanie zjawisku wykluczenia społecznego,
- kształcenie ustawiczne,
- doskonalenie kadr gospodarki oraz rozwój przedsiębiorczości,
- równość szans kobiet i mężczyzn na rynku pracy.

Europejski Fundusz Rozwoju Regionalnego powstał w 1975 roku jako reakcja na coraz głębsze rozbieżności w rozwoju regionów, spowodowane kryzysem gospodarczym oraz przystąpieniem dwóch nowych państw członkowskich: Wielkiej Brytanii i Irlandii. Jego głównym zadaniem jest niwelowanie dysproporcji w poziomie rozwoju regionalnego krajów należących do UE. EFRR współfinansuje projekty w czterech programach operacyjnych:

- Zintegrowanym Programie Operacyjnym Rozwoju Regionalnego,
- Sektorowym Programie Operacyjnym Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw,
- Sektorowym Programie Operacyjnym Transport,
- Programie Operacyjnym Pomoc Techniczna.

Dwa z wymienionych programów operacyjnych są ściśle powiązane ze wsparciem przedsiębiorstw: ZPORR oraz SPO WKP.

Celem strategicznym ZPORR jest stworzenie warunków wzrostu konkurencyjności regionów oraz przeciwdziałanie marginalizacji niektórych obszarów w taki sposób, aby sprzyjać długofalowemu rozwojowi gospodarczemu kraju, jego spójności ekonomicznej, społecznej i terytorialnej oraz integracji z Unią Europejską. Celem SPO WKP jest natomiast poprawa pozycji konkurencyjnej gospodarki funkcjonującej w warunkach otwartego rynku. Będzie on osiąganý poprzez koncentrację środków finansowych kierowanych bezpośrednio do sektora przedsiębiorstw, sektora naukowo-badawczego oraz instytucji otoczenia biznesu, na najbardziej efektywne projekty i przedsięwzięcia, gwarantujące wzrost innowacyjności produktowej i technologicznej.

Wykorzystanie środków w ramach programów operacyjnych Funduszy Europejskich, z podziałem na rodzaje programów i wielkość przedsiębiorstw jako beneficjentów przedstawia tabela 11.1.

³⁴¹ Rozporządzenie Rady i Parlamentu Europejskiego nr 1784/1999 w sprawie EFS.

Tabela 11.1. Możliwości wykorzystania funduszy europejskich przez przedsiębiorstwa w wybranych programach operacyjnych

Program operacyjny	Działanie	Beneficjenci		
		Mikro	Małe i średnie	Duże
SPO Wzrost konkurencyjności przedsiębiorstw	1.4. Wzmocnienie współpracy między sferą badawczo-rozwojową a gospodarką	X	X	X
	2.1. Wzrost konkurencyjności małych i średnich przedsiębiorstw poprzez doradztwo	X	X	
	2.2. Wsparcie konkurencyjności produktywnej i technologicznej przedsiębiorstw	X	X	X
	2.3. Wzrost konkurencyjności małych i średnich przedsiębiorstw poprzez inwestycje	X	X	
	2.4. Wsparcie dla przedsięwzięć w zakresie dostosowania przedsiębiorstw do wymogów ochrony środowiska	X	X	X
ZPORR	3.4. Mikroprzedsiębiorstwa	X		
SPO Restrukturyzacja i modernizacja sektora żywnościowego oraz rozwój obszarów wiejskich	1.1. Inwestycja w gospodarstwach rolnych	X	X	X
	1.5. Poprawa przetwórstwa i marketingu artykułów rolnych	X	X	X
	2.4. Różnicowanie działalności rolniczej i zbliżonej do rolnictwa w celu zapewnienia różnorodności działań lub alternatywnych źródeł dochodów	X	X	X
	2.6. Rozwój i ulepszenie infrastruktury technicznej związanej z rolnictwem	X	X	X
SPO Rybołówstwo i przetwórstwo ryb	3.2. Chów i hodowla ryb	X	X	X

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Raportu Ministerstwa Gospodarki i Pracy, *Pierwszy okres wykorzystania funduszy strukturalnych w Polsce*, Warszawa 2005, s. 32-33.

Jak wynika z analizy danych w tabeli 11.1, fundusze europejskie dostępne są w zasadzie dla większości podmiotów gospodarczych działających w Polsce. Wśród beneficjentów wyróżnić można zatem przedsiębiorstwa zaliczane do grupy najmniejszych (mikro-), podmioty sektora MSP oraz największe działające w kraju. Większość działań programów operacyjnych skierowana jest do wszystkich grup podmiotów, poza tymi, które bezpośrednio adresowane są do sektora MSP. Faktyczne wykorzystanie tych funduszy w Polsce zostanie przedstawione w dalszej części rozdziału.

11.3. Wykorzystanie funduszy europejskich – krótkie podsumowanie pierwszego okresu uczestnictwa Polski w strukturach UE

Środki finansowe dostępne dla Polskich przedsiębiorców nie były jak dotychczas wykorzystane w pełnym zakresie. W zależności od danego programu operacyjnego ich wykorzystanie sięgało od niemal zera do kilku procent w odniesieniu do wielkości dostępnych środków. Prezentują to dane w tabeli 11.2.

Tabela 11.2. Wykorzystanie środków unijnych w działalności polskich przedsiębiorstw, jako procent dostępnych środków wspólnotowych w 2004 roku (stan na 31 lipca 2005)

Sektorowy Program Operacyjny	Udział w alokacji środków wspólnotowych dla PWW i inicjatyw wspólnotowych	Udział w wartości umów podpisanych dla PWW i inicjatyw wspólnotowych
SPO WKP działanie 2.1.	0,1%	0,1%
SPO WKP działanie 2.1.1	2,3%	1,5%
SPO WKP działanie 2.3.	3,0%	1,9%
SPO WKP działanie 2.4.	1,0%	0,7%
ZPORR działanie 3.4.	0,01%	0,01%
SPO ROL działanie 1.5.	3,4%	2,2%
Razem	9,9%	6,3%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Raportu Ministerstwa Gospodarki i Pracy, *Pierwszy okres wykorzystania funduszy strukturalnych w Polsce*, Warszawa 2005, s. 33-34.

Jak wynika z danych w tabeli 11.2 wartość podpisanych umów z polskimi przedsiębiorcami, jako beneficjentami określonych działań, jest jak na razie na niskim poziomie, nie przekraczającym 10% w alokacji środków wspólnotowych i tylko ponad 6% w odniesieniu do umów zawartych w ich ramach. Analizując natomiast poszczególne działania, należy stwierdzić, że ponad połowa wykorzystanych środków związana jest z działaniami SPO wzrost konkurencyjności przedsiębiorstw (odpowiednio 6,4% oraz 4,2%). Jednocześnie wyraźnie niski poziom wykorzystania środków realizowany jest w zintegrowanym programie operacyjnym rozwoju regionalnego dla działania mikroprzedsiębiorstw. Jak wynika z informacji Ministerstwa PiG było to spowodowane późnym wdrożeniem wzorów umów o dofinansowanie³⁴².

Wykorzystanie dostępnych środków było także zróżnicowane w zależności od wielkości przedsiębiorstw, starających się o ich otrzymanie. Podstawowe dane zaprezentowano w tabeli 11.3.

Jak wynika z analizy danych w tabeli 11.3 największy udział w wykorzystaniu środków unijnych posiadają przedsiębiorstwa zaliczane do sektora MSP. Podpisano z nimi najwięcej umów (ponad 81%), co stanowi niemal 34% wszystkich przyznanych środków. W odniesieniu do wartości umów – kwoty dofinansowania najwięcej środ-

Tabela 11.3. Rozkład umów według kategorii przedsiębiorstw, wartość umów w mln zł, stan na lipiec 2005

	Liczba umów	Wartość umów
Mikroprzedsiębiorstwa	155	433,1
Małe i średnie przedsiębiorstwa	1076	1450,3
Duże przedsiębiorstwa	93	2046,8
Ogółem	1324	3930,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Raportu Ministerstwa Gospodarki i Pracy, *Pierwszy okres wykorzystania funduszy strukturalnych w Polsce*, Warszawa 2005, s. 35.

³⁴² Raport Ministerstwa Gospodarki i Pracy, *Pierwszy okres wykorzystania funduszy strukturalnych w Polsce*, Warszawa 2005, s. 34.

ków przyznano również dla małych i średnich przedsiębiorstw (51%), następnie dla dużych (41%) oraz mikroprzedsiębiorców (8%). Średnie wartości umów największe były jednak dla podmiotów dużych (ponad 22 mln zł), następnie mikroprzedsiębiorstw (2,7 mln) oraz sektora MSP (1,3 mln zł).

Wykorzystanie środków pochodzących ze źródeł europejskich było także zróżnicowane w skali województw. Podstawowe dane dotyczące liczby podpisanych umów oraz wielkości przyznanych środków pokazują dane w tabeli 11.4.

Tabela 11.4. Liczba i wartość podpisanych umów w ramach programów operacyjnych

Województwo	Liczba umów	%	Wartość umów	%
Dolnośląskie	318	4,70%	462458	4,57%
Kujawsko-pomorskie	292	4,31%	603642	5,96%
Lubelskie	403	5,95%	489717	4,84%
Lubuskie	206	3,04%	338331	3,34%
Łódzkie	280	4,14%	419455	4,14%
Małopolskie	461	6,81%	534067	5,27%
Mazowieckie	708	10,46%	1269706	12,54%
Opolskie	205	3,03%	224428	2,22%
Podkarpackie	372	5,50%	568995	5,62%
Podlaskie	350	5,17%	313019	3,09%
Pomorskie	770	11,38%	1097344	10,84%
Śląskie	501	7,40%	1119144	11,05%
Świętokrzyskie	305	4,51%	335063	3,31%
Warmińsko-mazurskie	411	6,07%	592988	5,86%
Wielkopolskie	431	6,37%	1003930	9,91%
Zachodniopomorskie	755	11,16%	755394	7,46%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Raportu Ministerstwa Gospodarki i Pracy, *Pierwszy okres wykorzystania funduszy strukturalnych w Polsce*, Warszawa 2005, s. 15.

Jak wynika z danych w tabeli 11.4, rozkład przestrzenny wykorzystania środków unijnych jest zróżnicowany w obrębie poszczególnych województw Polski. Najwięcej umów zawartych o dofinansowanie działalności gospodarczej w różnych programach operacyjnych było w województwach: pomorskim (11,38%), zachodniopomorskim (11,16%) oraz mazowieckim (10,46%), najmniej zaś w opolskim (3,03%) oraz lubuskim (3,04%). Pod względem wartości umów przodowało województwo mazowieckie (12,54%), zaś najgorsze było nadal opolskie (jedynie 2,22% wszystkich środków). Wykorzystanie środków z funduszy pomocowych w przedstawionym ujęciu wskazuje na najbardziej i najmniej aktywne województwa. Należy jednak przy tym pamiętać, iż liczba i wielkość podmiotów gospodarczych w poszczególnych regionach jest różna, co ma wpływ na zaprezentowane dane.

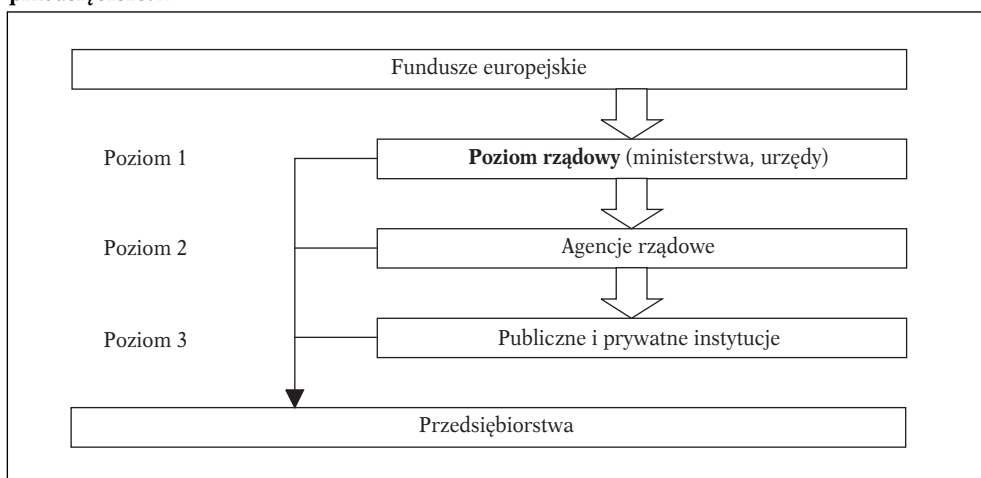
Fundusze unijne są, jak przedstawiono wyżej, znacznie zróżnicowane pod względem ich wykorzystania. Jest to widoczne zarówno w odniesieniu do rodzajów programów operacyjnych, jak i w rozbiciu przestrzennym.

11.4. Możliwości wykorzystania funduszy unijnych w Polsce

Fundusze unijne w każdym z krajów członkowskich, dzielone są przez specjalnie do tego celu powołane instytucje. Mogą być to zarówno ministerstwa jak i różnego rodzaju agencje rządowe oraz niezależne przedsiębiorstwa, stowarzyszenia czy fundacje. Każde z nich odpowiada za określoną część działań związanych z funduszami i dzieli pieniądze w zależności od sektorowych programów operacyjnych w jakich działa. Instytucje te zbierają wnioski, rozpatrują je i następnie kontrolują wykonanie określonych projektów. Często są również odpowiedzialne za udzielanie porad dotyczących możliwości wykorzystania funduszy oraz aplikowania o nie.

Analizując polskie rozwiązania należy stwierdzić, iż odbywają się one w systemie trzech poziomów. Przedstawia je rysunek 11.3.

Rysunek 11.3. Przepływ środków z funduszy europejskich wspierających działalność przedsiębiorstw



Źródło: Opracowanie własne.

Wsparcie, jakie mogą uzyskać przedsiębiorcy jest dostępne z trzech różnych źródeł, jak pokazano na rysunku 11.3. *Na najwyższym poziomie* podziału środków dokonuje ministerstwo lub odpowiednie urzędy państwowe, które dysponują funduszami przynależnymi do określonych programów sektorowych. Przykładowo Ministerstwo Gospodarki odpowiedzialne jest za wdrażanie SPO Rozwój Zasobów Ludzkich w niemal wszystkich jego działaniach, podobnie Ministerstwo Edukacji i Nauki. Wojewódzkie Urzędy Pracy zawiadują wybranymi działaniami w tym programie operacyjnym. W transferze środków z SPO Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw udział biorą Ministerstwo Gospodarki oraz Ministerstwo Edukacji i Nauki. Podziałem środków ze SPORR zajmują się: Ministerstwo Gospodarki, Urzędy Wojewódzkie i Urzędy Marszałkowskie.

Drugi poziom reprezentują różnego rodzaju agencje rządowe. Największe znaczenie w Polsce ma przy tym Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości oraz dalsze Agencja Rozwoju Przemysłu SA i Agencja Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa. Agencje te, podobnie jak instytucje poziomu 1 zajmują się wdrażaniem wybranych programów operacyjnych Unii Europejskiej. Przykładowo PARP działa zarówno w zakresie SPO Wzrost Konkurencyjności Przedsiębiorstw (wybrane działania) finansowanego z EFRR, jak i SPO Rozwój Zasobów Ludzkich (wybrane działania) współfinansowanego z EFS.

Na trzecim poziomie działa kilka różnego rodzaju form organizacji. Najbardziej znanymi, które posiadają akredytację PARP i tworzą razem z nim system wspierania są Regionalne Instytucje Finansujące (RIF). System ten tworzy 16 instytucji umiejscowionych po jednej w każdym z województw. Na przykład w województwie zachodniopomorskim działa Zachodniopomorska Agencja Rozwoju Regionalnego. Celami działalności tych instytucji są min:

- udzielanie informacji o programach pomocowych i warunkach w nich uczestnictwa,
- pomoc w wyborze wykonawcy dotowanych usług doradczych,
- obsługa administracyjna i zarządzanie programem PHARE,
- promocja programów pomocowych,
- współpraca z PARP.

Obok RIF działa dużo różnych instytucji, zaliczanych między innymi do sektora bankowego, które wygrały projekty na realizację różnych działań związanych z pomocą przedsiębiorstwom, jak fundusze mikropożyczek, fundusze poręczeniowe, itp. Stanowią one uzupełnienie pełnej oferty płynącej ze środków UE dla przedsiębiorstw.

Jedną z najważniejszych w Polsce instytucji, wdrażających programy pomocowe UE, jest Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości. PARP zajmuje się przyjmowaniem i obsługą wniosków z zakresu dwóch programów operacyjnych: WKP i RZL oraz środków w zakresie programu PHARE. Podstawowe działania związane z pomocą finansową dla podmiotów gospodarczych, jakie są w tym zakresie wykonywane w tej agencji zostaną pokrótce omówione poniżej.

11.5. PARP – przykład działania instytucji wdrażającej środki finansowe pochodzące z UE³⁴³

Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości odpowiedzialna jest za wdrażanie działań programów operacyjnych, wzrost konkurencyjności przedsiębiorstw oraz rozwój zasobów ludzkich. Jej działania związane są z nadrzędnym celem, jakim jest po-

³⁴³ Informacje ze strony internetowej www.parp.gov.pl, stan na 01 grudnia 2005 r.

prawa pozycji konkurencyjnej polskiej gospodarki przez wsparcie rozwoju przedsiębiorstw i instytucji otoczenia biznesu oraz doskonalenia umiejętności oraz kwalifikacji kadr i promocji rozwiązań systemowych w zakresie potencjału adaptacyjnego i gospodarki opartej na wiedzy.

Do działań, które realizowane są w ramach tego SPO WKP zalicza się:

- **Działanie 1.1.** „Wzmocnienie instytucji wspierających działalność przedsiębiorstw” – adresowane jest do instytucji otoczenia biznesu oraz sieci instytucji otoczenia biznesu. Jego celem jest poprawa dostępu przedsiębiorców do wysokiej jakości usług świadczonych przez instytucje otoczenia biznesu, składa się z dwóch poddziałań:
 - 1.1.1. „Wsparcie instytucji otoczenia biznesu zrzeszonych w sieci KSU”,
 - 1.1.2. „Wsparcie instytucji otoczenia biznesu oraz sieci instytucji otoczenia biznesu”.
- **Działanie 1.2.** „Poprawa dostępności do zewnętrznego finansowania inwestycji przedsiębiorstw” – adresowane jest do instytucji działających na rzecz rozwoju gospodarczego. Celem działania jest ułatwienie przedsiębiorcom dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania inwestycji. Działanie składa się z trzech poddziałań, w ramach których udzielane jest wsparcie na powiększenie:
 - funduszu pożyczkowego,
 - funduszu poręczeniowego,
 - funduszu kapitału zalążkowego.
- **Działanie 2.1.** „Wzrost konkurencyjności przedsiębiorstw poprzez doradztwo” – skierowane jest do małych i średnich przedsiębiorstw. Celem działania jest zwiększenie konkurencyjności małych i średnich przedsiębiorstw poprzez ułatwienie im dostępu do specjalistycznych usług doradczych.
- **Działanie 2.3.** „Wzrost konkurencyjności przedsiębiorstw poprzez inwestycje” – skierowane jest do małych i średnich przedsiębiorstw. Celem działania jest zwiększenie konkurencyjności małych i średnich przedsiębiorstw poprzez unowocześnienie ich oferty produktowej i technologicznej. W ramach działania wspierane są projekty inwestycyjne małych i średnich przedsiębiorstw dotyczące inwestycji w środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne.

Działania związane z SPO RZL dotyczą rozwoju kadr nowoczesnej gospodarki (działanie 2.3), które realizowane będzie poprzez dwa schematy „a” i „b”. Projekty w schemacie a) mogą mieć jedną z 5 podstawowych form. Są to: szkolenia zawodowe, szkolenia menedżerskie, studia podyplomowe w celu podwyższenia lub zdobycia nowych kwalifikacji, staże – odbywające się w instytucjach naukowo-badawczych, podwyższanie umiejętności i kwalifikacji pracowników nisko wykwalifikowanych.

Schemat b) zakłada realizację projektów na dużą skalę, odpowiadających na potrzeby przedsiębiorstw oraz projektów o charakterze innowacyjnym, pilotażowym, które testują rozwiązania systemowe.

Wspieranie rozwoju działalności gospodarczej jest jednym z zadań, jakie stoją przed Polską Agencją Rozwoju Przedsiębiorczości. Może być ono z powodzeniem realizowane przez działalność polegającą na rozdysponowywaniu funduszu europejskich w ramach różnych projektów. PARP od swojego powstania wdrażał różne fundusze, z których jednym z pierwszym był fundusz PHARE. Doświadczenia nabyte w ramach tej działalności pozwoliły na włączenie agencji do systemu wspierania sektora MSP przez fundusze strukturalne.

PARP obecnie oferuje dla przedsiębiorców kilkanaście rodzajów działań, które skierowane są głównie na finansowanie usług doradczych, ale także częściowo na finansowanie działalności inwestycyjnej. Wielką zaletą tego rozwiązania jest to, iż przedsiębiorcy nie muszą aplikować bezpośrednio do Brukseli (w obcym języku), ale na miejscu mają przeznaczone dla siebie rozwiązania. Ponadto, system punktów doradczych i instytucji „RIF” pozwala na uzyskanie dodatkowej pomocy przy tworzeniu i pisaniu wszelkiego typu projektów. W zasadzie większość projektów trafiających do PARP musi być składana przez RIF-y i na tym etapie przeprowadzana jest już wstępna selekcja.

Składanie wniosków przez przedsiębiorców obwarowane jest licznymi zasadami uczestnictwa, które dany podmiot, chcący uzyskać dotację, musi spełnić³⁴⁴. W przypadkach, gdy przedsiębiorca chce skorzystać ze środków skierowanych do grupy MSP, najpierw musi wykazać się tym, iż sam do niej należy. Oznacza to, że powinien mieć określoną formę prawną oraz określony poziom obrotów i sumy bilansowej, aby mógł zostać zakwalifikowany do grupy, mogącej ubiegać się o dotacje.

Ważnym kryterium jest również posiadanie odpowiednich dokumentów, na bazie których poświadczana jest autentyczność przedsiębiorstwa oraz jego zdolność do występowania z wnioskiem. W pierwszym przypadku dostarczona powinna zostać kserokopia oryginału statutu lub innego dokumentu, potwierdzona notarialnie (lub przez radcę prawnego). Do kopii wniosku należy ponadto załączyć kopię wykonaną z oryginalnego dokumentu poświadczoną za zgodność z oryginałem przez osobę uprawnioną do reprezentowania wnioskodawcy. W drugim przypadku, dostarczone informacje muszą dać agencji możliwość odpowiedzi na pytanie, czy wnioskodawca jest podmiotem (przedsiębiorcą, podmiotem działającym na rzecz rozwoju gospodarczego, podmiotem działającym na rzecz zatrudnienia lub rozwoju zasobów ludzkich), który:

³⁴⁴ A. Miler, *Jakie pułapki czyhają na firmy szkoleniowe, które uzyskały wsparcie z funduszy strukturalnych*, Prawo Przedsiębiorcy nr 33/2005, s. 22.

- a) posiada zaległości z tytułu należności publicznoprawnych, lub
- b) pozostaje pod zarządem komisyjnym bądź znajduje się w toku likwidacji, postępowania upadłościowego, postępowania naprawczego, lub
- c) w okresie 3 lat przed złożeniem wniosku naruszył w sposób istotny umowę zawartą z Agencją.

Niezależnie od projektu oceniana jest również zawartość wniosku, pod kątem poprawności formalnej wypełnienia (czy wszystkie rubryki są wypełnione, czy właściwie wypełniono część kosztową, czy dołączono wszystkie wymagane i opisane załączniki, czy wszędzie są wymagane podpisy, itd.). Istotne jest również czy podmiot ma zdolność zarówno organizacyjną, jak i kadrową do wchłonięcia nowych rozwiązań, inwestycji oferowanych w ramach projektu³⁴⁵.

Jak wynika z pokazanych wyżej informacji aplikowanie do PARP nie jest zadaniem łatwym. Wymaga ono dużo wysiłku w celu uzyskania określonego wsparcia. Jednak liczba podmiotów składających wnioski stale rośnie. Nie oznacza to jednak, iż wzrasta również jakość składanych podań. Jak podaje agencja, np. w odniesieniu do działania 2.3 – dofinansowanie inwestycji, najczęstszymi błędami popełnianymi przez składających są:

- brak obowiązujących załączników (dokumentów finansowych, prawnych),
- wypełnienie wniosku niezgodne z instrukcją (brak wpisów w niektórych rubrykach),
- niewłaściwie podpisany wniosek (np. przez osobę nieupoważnioną),
- niezgodność projektu z zasadami działania (np. rozpoczęcie działań przed uzyskaniem oficjalnego potwierdzenia),
- brak tożsamości oryginałów i kopii,
- brak parafowania dokumentów lub brak potwierdzenia kopii za zgodność z oryginałem,
- niekwalifikowanie się wnioskodawcy do ubiegania się o wsparcie.

Podsumowanie

Wykorzystanie środków unijnych w Polsce dla rozwoju krajowego biznesu, choć na razie niewielkie, jest coraz istotniejsze. Pomimo trudności, jakie przedsiębiorcy mają z właściwym składaniem wniosków ich liczba rośnie z roku na rok. Jest to zapewne spowodowane tym, iż różnego rodzaju działania podejmowane są przez instytucje dzielące te fundusze, jak i wspierające działalność gospodarczą. Rośnie także doświadczenie polskich podmiotów w posługiwaniu się tymi narzędziami wspierania

³⁴⁵ A. Lewandowska, *Fundusze pożyczkowe dla małych przedsiębiorstw*, Prawo Przedsiębiorcy nr 31/2005, s. 25.

biznesu. Doświadczenie to jest oparte na środkach przedakcesyjnych, jak i znacznej ilości działań w ramach funduszy strukturalnych (i nie tylko). Patrząc zaś na poziom rozwoju polskiej gospodarki w stosunku do rozwoju innych, zwłaszcza „zachodnioeuropejskich” należy sądzić, iż fundusze te jeszcze przez długi czas będą dostępne dla polskich przedsiębiorców.

Bibliografia

- Antkiewicz S., *Szybki rozwój derywatów*, Finansista nr 42 z 01.11.2004.
- Bagan-Kurluta K., *Umowa franchisingu*, C.H. Beck, Warszawa 2001.
- Bandurka D., Jaślan M., Omachel R., Styczek D., *Wchodzisz? Bo ja nie!* BusinessWeek, 16-29 września 2004.
- Bank depozytowo-kredytowy, Kosiński B., Nowak A.Z. (red.), Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2004.
- Bankowość detaliczna, G. Rytelewska (red.), PWE, Warszawa 2005.
- Bednarczyk J., *Weksel w przystępny sposób*, BEL-DRUK, Tarnów 2004.
- Bednarczyk T.H., *Instrumenty wspierania eksportu. Kredyty i ubezpieczenia*, PWN, Warszawa 2000.
- Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa, 2002.
- Bednarski L., Borowiecki R., Duraj J., Kurtys E., Waśniewski T., Wersty B., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wyd. AE we Wrocławiu, Wrocław 2003.
- Begg D., Fischer St., Dornbusch R., *Ekonomia*, Tom 2, PWE, Warszawa 1995.
- Bielski P., *Dopuszczalność umowy leasingu przedsiębiorstwa w prawie polskim*, Rejent nr 3, 1998.
- Bień W., *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 1997.
- Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2001.
- Bitner M., *Gmina na rynku kapitałowym. Podstawy zarządzania długiem komunalnym*, Agencja Rozwoju Komunalnego, Warszawa 1999.
- Biuletyn informacyjny* 2002, nr 10-11, NBP, Warszawa, styczeń 2003.
- Bizon-Górecka J., *Strategie zarządzania ryzykiem w organizacji gospodarczej*, Przegląd Organizacji 2001 Nr 1.
- Blajer R., *Gwarancje bankowe i ubezpieczeniowe w obrocie międzynarodowym*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.
- Borowski A., *Konstrukcja i charakter prawny umów dotyczących instrumentów pochodnych*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2005.
- Brealey R., Myers S., *Podstawy finansów przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa, 1999.
- Brol J., *Umowa leasingu według kodeksu cywilnego*, Przegląd Podatkowy nr 6, 2001.
- Brol J., *Umowa leasingu*, System informacji prawnej LexPolonica Maxima, Piśmiennictwo. Opracownia, LexisNexis, Warszawa 2002.
- Brycki G., *Trzeba dobrze trafić. Nie każda firma faktoringowa obsłuży małe przedsiębiorstwo*, Rzeczpospolita, 27.05.2005.
- Cegłowski B., Nędzy T., *Pożyczanie kapitału. Podstawowe formy i możliwości zdobycia kapitału*, Helion, Gliwice 2005.
- Commission Regulation No 809/2004 of 29 April 2004 Implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards information contained in prospectuses as well as the format, incorporation by reference and publication of such prospectuses and dissemination of advertisements.
- Czapla W., *Obligacje komunalne i mieszkaniowe*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa 1996.
- Czas na pieniądze. Zarządzanie finansami, klasyczne zasady – nowoczesne narzędzia*, D. Zarzecki (red.), Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2002.

- Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, PWN, Warszawa 2001.
- Damodaran A., *Investment valuation*, John Wiley & Sons, New York, 1996.
- Danulewicz A., Czy opłaty za usługi bankowe są w Polsce za wysokie? Bank 2000 Nr 7(94).
- Dawidziuk B., *Nowe uregulowania dla leasingu podatkowego*, Rachunkowość – komentarz do ustawy, 11(62), 2001.
- Directive 2003/71/EC of The European Parliament and of The Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive 2001/34/EC.
- Dobins R., Frąckowiak W., Witt S.F., *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*, PAANPOL, Poznań 1998.
- Dobosiewicz Z., *Bankowość*, PWE, Warszawa 2003.
- Dudycz T., *Finansowe narzędzia zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2001.
- Duliniec A., *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa, 1998.
- Duraj J., *Podstawy ekonomiki przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004.
- Duraj J., *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996.
- Duszczyk M., *Stacja benzynowa*, wrzesień 2005.
- Elementy finansów i bankowości*, Flejterski S., Świecka B. (red.), CeDeWu, Warszawa 2006.
- Europejski Sondaż Małych i Średnich Przedsiębiorstw*, Grant Thornton International, Londyn 2002.
- Faerber E., *Wszystko o obligacjach*, Wydawnictwo WIG Press, Warszawa 1996.
- Felis P., *Metody i procedury oceny efektywności inwestycji rzeczowych przedsiębiorstw*, Wyd. WSzEI w Warszawie, Warszawa 2005.
- Finanse małych i średnich przedsiębiorstw*, Pluta W. (red.), PWE, Warszawa 2004.
- Finanse przedsiębiorstwa*, Ostaszewski J. (red.), Monografie i opracowania naukowe SGH, Warszawa 2003.
- Finanse, banki i ubezpieczenia w Polsce u progu XXI wieku*, Tom III Ubezpieczenia. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2000.
- Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec wyzwań współczesności*, Znaniecka K. (red.), Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice, 2002.
- Finansowe aspekty funkcjonowania małych i średnich przedsiębiorstw*, Orechwa-Maliszewska E., Kopczyk A. (red.), WSFiZ, Białystok 2003.
- Flak P., *Jak skutecznie zarządzać ryzykiem kursowym w przedsiębiorstwie?* Rynek Terminowy nr 1/05 (27).
- Francis J.C., *Inwestycje: analiza i zarządzanie*, WIG-Press, Warszawa, 2000.
- Friend I., Bicksler J., *Risk and return in finance*, Ballinger Press, Cambridge Mass, 1976.
- Fuchs B., *Franchising – wzory umów z komentarzem*, InFo Trade, Gdańsk 1997.
- Gardian K., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, WSE w Nisku, Nisko 1997.
- Głogowski E., Munch M., *Nowe usługi finansowe*, Warszawa 1994.
- Gmytrasiewicz M., *Leasing w rachunkowości (cz. II)*, Leasing 1995, Nr 13.
- Gmytrasiewicz M., *Leasing w rachunkowości*, Leasing 1995, Nr 12.
- Gołda M., *Leasing*, Difin, Warszawa 2002.
- Gordon M., *Dividends, earnings and stock prices*, Review of economics and statistics, 1959.
- Grabska A. E., *Inwestycje a konkurencyjność przedsiębiorstwa na przykładzie przedsiębiorstw regionu podlaskiego*, Zeszyty Naukowe Politechniki Świętokrzyskiej nr 31, Kielce 2002.
- Grudzewski W.M., Hejduk I., *Koncepcje kreowania organizacji inteligentnej w przedsiębiorstwach*, Organizacja i Kierowanie 1997, Nr 4.
- Grzywacz J., *Podstawy bankowości. System bankowy, kredyty i rozliczenia, ryzyko i ocena banku, marketing*, Difin, Warszawa 2002.
- Hajdys D., *Rozwój rynku obligacji komunalnych w Polsce w latach 1996-2000*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2003.

- Handel Zagraniczny 2005, Nr 7-8.
- Heropolitańska I., Kawaler P., Koziół A., *Skup i sprzedaż wierzytelności przez banki*, TWIGGER, Warszawa 2000.
- Hońdo T., *Forex czy futures*, Parkiet z 04.03.2004.
- Huszcz Z., *Umowa leasingu*, Monitor prawniczy 2001, Nr 2.
- I. Pruchnicka-Grabias, *Pozycja GPW w Warszawie na tle pozostałych rynków kapitałowych Unii Europejskiej*, Nasz Rynek Kapitałowy nr 7/8/2005.
- Ickiewicz J., *Strategia finansowania przedsiębiorstw*, Poltext, Warszawa 1992.
- International Business Owners Survey*, Grant Thornton International, London 2004.
- Jagiello R., *Bankowość korporacyjna w Polsce*, Bank i Kredyt 2005, Nr 6.
- Jajuga K., Jajuga T., *Jak inwestować w papiery wartościowe*, PWN, Warszawa 1994.
- Janc A., *Bank i jego miejsce w pośrednictwie finansowym okresu transformacji*, TWIGGER, Warszawa 2004.
- Jaślan W., *Wprowadzenie*, Kodeks cywilny, Infor, Warszawa 2001.
- Jaworski W.L., Zawadzka Z., *Bankowość. Założenia podstawowe*, Poltext, Warszawa 2005.
- Jaworski W.L., Krzyżkiewicz Z., Kosiński B., *Banki. Rynek, operacje, polityka*, Poltext, Warszawa 2002.
- Jaworski W.L., *Urynkowanie obligacji powinno skłonić banki komercyjne do obniżenia oprocentowania kredytów*, Bank 2002 Nr 3(114).
- Jensen M., Meckling W., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure*, Journal of Financial Economics 1976, Nr 3.
- Jędrzejewska K., *Ustawa o terminach zapłaty w transakcjach handlowych. Odsetki na zadanie czy z mocy ustawy*, Rachunkowość 2004, Nr 2.
- Jog V., Suszyński C., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, CIM, Warszawa 1995.
- Kaszubski W., Mroczek J., *Tendencja i leasing tendencyjny*, Prawo i Gospodarka nr 148 (211), 1998.
- Koch A., *Umowa franchisingu*, RPEiS, Warszawa 1980.
- Konińska A.M., *Wzory typowych umów w obrocie gospodarczym*, SeZaM s.c., Warszawa 1999.
- Kopańska A., *Zewnętrzne źródła finansowania inwestycji jednostek samorządu terytorialnego*, Difin, Warszawa 2003.
- Kosek-Wojnar M., *Gmina na rynkach pożyczkowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Zeszyty Naukowe, Seria specjalna: monografie, nr 127, Kraków 1996.
- Krajewski J., *Same zalety parę wad*, Businessman 1995, nr 2 (47).
- Kreczmańska K., *Faktoring w teorii i w praktyce*, Wydawnictwo BART, Warszawa 2000.
- Krzemińska D., *Finanse przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu, Poznań 2000.
- Kukielka, Poniewierka D., *Ubezpieczenia finansowe*. Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz-Warszawa 2003.
- Leasing w Polsce*, Program Pomocy Technicznej Międzynarodowej Korporacji Finansowej (IFC), 1998.
- Lewandowska A., *Fundusze pożyczkowe dla małych przedsiębiorstw*, Prawo Przedsiębiorcy nr 31/2005.
- Lewandowska L., *Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości*, ODDK, Gdańsk 1999.
- Litwińczuk H., *Nowe zasady opodatkowania leasingu*, Przegląd Podatkowy 2001, Nr 9(125).
- Lusztyn M., *Historia funduszu Long-Term Capital Management*, Rynek Terminowy 2003, Nr 2.
- Łuczka T., *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa-Poznań 2001.
- Mały Rocznik Statystyczny*, GUS, Warszawa 2002.
- Marcinek K., *Finansowa ocena przedsięwzięć inwestycyjnych przedsiębiorstw*, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 1998.

- Markovitz H., *Portfolio selection*, Cowles Foundation Monograph 16, Wiley, New York, 1959.
- Martowski A., Kośmider M., *Przewodnik po leasingu w Polsce*, FRN, Warszawa 2004.
- Matusiak M., *Alternatywa dla kredytu*, Gazeta Prawna z 22.11.2005.
- Michalik T., *VAT. Komentarz*, C.H. Beck, Warszawa 2004.
- Miesięczne raporty sporządzane przez Departament Operacji Krajowych, Wydział Monitorowania i Kontroli Obrotu Papierami Wartościowymi NBP w oparciu o dane uzyskane od 19 banków, sprawozdawczości opracowywanej na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 5 listopada 2001 r. w sprawie określenia obowiązków sprawozdawczych w zakresie obrotu papierami wartościowymi emitowanymi przez Skarb Państwa oraz danych pochodzących z KDPW.
- Miler A., *Jakie pułapki czyhają na firmy szkoleniowe, które uzyskały wsparcie z funduszy strukturalnych*, Prawo Przedsiębiorcy 2005, Nr 33.
- Millichamp A.H., *Finance for Non-Financial Managers*, Letts Education, London 1997.
- Moskała B., *Obecny stan rynku i możliwości wprowadzenia kredytowych instrumentów pochodnych do Polski*, Rynek Terminowy 2005, Nr 2(28).
- Nakielski A., *Kredyty – jakie są możliwości uzyskania pieniędzy?* Budujemy Dom 2005, Nr 4.
- Niedziółka P., *Terminowe giełdy finansowe. Tendencje rozwoju*, Prawo i Gospodarka, nr 88 (1310) z 15.04.2002.
- Niedziółka P., *Walutowe depozyty strukturyzowane*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005.
- Niedziółka P., *Zarządzanie ryzykiem kredytowym na rynku wtórnym – analiza porównawcza wybranych metod oraz perspektywy ich rozwoju w Polsce*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Zeszyt Naukowy nr 46, SGH, Warszawa 2004.
- Nowak E., Pielichaty M., Poszwa M., *Rachunek opłacalności inwestowania*, PWE, Warszawa 1999.
- Nowak M., *Ocena zdolności kredytowej i ryzyka kredytowego. Poradnik bankowca*, Wydawnictwo BO-DiE, Poznań 2002.
- Olszewski A., *Ubezpieczenie kredytów eksportowych na tle zasad kredytowania i finansowania transakcji eksportowych*, TuiR Warta SA. Warszawa 1974.
- Ostaszewski J., *Źródła pozyskiwania kapitału przez spółkę akcyjną*, Difin, Warszawa 2000.
- Patterson R., *Kompendium terminów bankowych po polsku i angielsku*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002.
- Patterson R., *Poradnik kredytowy dla bankowców*, TWIGGER, Warszawa 1995.
- Pawliszyn M.: *Rozwój rynku pochodnych instrumentów kredytowych*, Bank i Kredyt 2004, Nr 11-12.
- Pawłowska W., *Ubezpieczamy kredyt kupiecki*, Gazeta Ubezpieczeniowa 2003, Nr 41(236).
- Penczar M., *Struktura popytu największych przedsiębiorstw na usługi finansowe do 2006r.*, Bank 2002, Nr 10.
- Perspektywy współpracy banku z samorządem terytorialnym w Polsce*, D. Korenik (red.), Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2005.
- Perz P., Znamirowski P., *Zarządzanie ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwach*, Rynek Terminowy 2005, Nr 4(22).
- Piasecki B., Rogut A., Stawasz E., Johnson S., Smallbone D., *Warunki prowadzenia działalności gospodarczej przez małe i średnie przedsiębiorstwa w Polsce i w krajach Unii Europejskiej*, Polska Fundacja Promocji i Rozwoju Małych i Średnich Przedsiębiorstw, Warszawa 1998.
- Pieniak J., *Kredyt kupiecki*, Marketing w praktyce 1998, Nr 6(22).
- Pierwszy okres wykorzystania funduszy strukturalnych w Polsce*, Raport Ministerstwa Gospodarki i Pracy, Warszawa 2005.
- Pietrzak B., Polański Z., Woźniak B., *System finansowy w Polsce*, PWN, Warszawa 2006.

- Pietrzykowski K., *Kodeks cywilny, komentarz, tom II.*, C.H. Beck, Warszawa 2004.
- Poczobut J., *Umowa leasingu*, C.H. Beck, Warszawa 2002.
- Poczobut M., *Przykłady efektywnych strategii zabezpieczających przed ryzykiem kursowym dla przedsiębiorstw*, Rynek Terminowy 2005, Nr 1(27).
- Poniatowicz M., *Dług publiczny w systemie finansowym jednostek samorządu terytorialnego*, Uniwersytet w Białymstoku, Białystok 2005.
- Podstawy ubezpieczeń, tom II – produkty*, Monkiewicz J. (red.), Poltext, Warszawa 2002.
- Powierża A., *Eurofaktor – raport analityczny*, BDM PKO BP, 20.09.2005.
- Prawne aspekty obligacji komunalnych*, Wydawnictwo Municipium, Warszawa 1995.
- Pruchnicka-Grabias I., *Hedging krótkich pozycji opcyjnych na polskim rynku walutowym*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH nr 50, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2004.
- Przedsiębiorczość i rozwój małych i średnich przedsiębiorstw w XXI wieku*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Przedsiębiorstwo partnerskie*, M. Romanowska, M. Tracki (red.), Difin, Warszawa 2002.
- Przewodnik po funduszach strukturalnych dla przedsiębiorców oraz instytucji wspierających firmy*, Domańska J. (red.), PARP, Warszawa 2004.
- Przybyłowski K., *Franchising – szansa dla drobnej przedsiębiorczości*, Handel Wewnętrzny 1994, Nr 2.
- Radwański Z., Panowicz-Lipska J., *Zobowiązania – część szczególna*, C.H. Beck, Warszawa 2005.
- Radziukiewicz R. i R., *Słownik terminów używanych w bankowości*, Wydawnictwo BART, Warszawa 1999.
- Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2002-2003*, PARP, Warszawa 2004.
- Raporty roczne Izby Zarządzającej Funduszami i Aktywami za lata 1998-2004.
- Rime D., *New Electronic Trading Systems in Foreign Exchange Markets*, Norges Bank and Stockholm Institute for Financial Research, 2003.
- Rocznik Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej 2003*, GUS, Warszawa grudzień 2003.
- Roczniki statystyczne*, GUS, Warszawa, 1997-2004.
- Rosati D., *Interwencje i rynek, czyli co powinien robić NBP*, Rzeczpospolita z 14.06.2002.
- Rose P.S., *Zarządzanie bankiem komercyjnym*, Tom I, Związek Banków Polskich, Warszawa 1997.
- Ross S., *The arbitrage pricing theory of capital asset pricing*, Journal of Economic Theory, grudzień 1976.
- Rośnie góra długów*, Gazeta Prawna z 05.10.2005.
- Rozporządzenie Komisji Europejskiej nr 4087/88 z dnia 30 listopada 1988 r. OJ 1988, L 359.
- Rozporządzenie Komisji UE z 30.11.1988 L, nr 4087/88 w sprawie zastosowania ust. 3 Traktatu o Utworzeniu UE do umów franchisingu.
- Rozporządzenie Rady i Parlamentu Europejskiego nr 1784/1999 w sprawie EFS.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 20 stycznia 2004 r. w sprawie Polskiej Klasyfikacji Działalności Gospodarczej – PKD (Dz.U. 2004, Nr 33, poz. 289).
- Rückversicherungskonzepts auf die Deckung bankwirtschaftlicher Kredit – und Großkreditrisiken*. Heft 31. Verlag Versicherungswirtschaft, Karlsruhe 1986.
- Rynek kapitałowy w przededniu integracji Polski z Unią Europejską*, W. Tarczyński (red.), PTE, Szczecin 2004.
- Rynki kapitałowe*, Bień W. (red.), Opracowanie z serii Bankowość, finanse, ubezpieczenia, rynki kapitałowe w dobie integrującej się Europy, Monografie i Opracowania, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.
- Samorząd terytorialny a banki*, Borodo A. (red.), Dom Organizatora, Toruń 2002.
- Schneider D., *Investition, Finanzierung und Besteuerung. 7 vollständig überarbeitete und erweiterte Auflage*, Gabler, Wiesbaden, 1992.

- Sharpe W., *Capital Asset Prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk*, Journal of Finance, wrzesień 1964.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, 2004.
- Skiba A., *Gazeta Prawna, Franczyza. Sposób na biznes w sieci*, 16 czerwca 2005.
- Skowronek-Mielczarek A., *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, C.H. Beck, Warszawa 2003.
- Smith C.W., Warner J.B., *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, Journal of Financial Economics, nr 7, 1979.
- Smółkowska U., *Stan rozwoju sektora małych i średnich przedsiębiorstw, programy wsparcia realizowane przez państwo oraz absorpcja środków przedakcesyjnych*, Informacja nr 1051, Kancelaria Sejmu, Biuro Studiów i Ekspertyz, Warszawa, czerwiec 2004.
- Sobolewski P., *Rozwój rynku walutowego i instrumentów pochodnych*, Rynek Terminowy 2005, Nr 2(28).
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2001 roku*, NBP RPP, Warszawa 2002.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2003 roku*, NBP RPP, Warszawa 2004.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2004 roku*, NBP RPP, Warszawa 2005.
- Starczewska-Krzysztozek M., *Banki wolą państwo*, Gazeta Finansowa z 22 maja 2004 r.
- Stasiuk T., *Droga spółki na giełdę*, Oficjalne Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, Warszawa 2004.
- Steinerowska-Streb I., *Istota e-franchisingu oraz możliwości jego rozwoju w Polsce*, Przegląd Organizacji 2004, Nr 10.
- Stępień K., Jóźwik T., *„Piętno jednego rynku” odchodzi w przeszłość*, Gazeta Giełdy Parkiet z 09.04.2004.
- Stratę można ubezpieczyć*, Gazeta Prawna nr 1573, 25.10.2005.
- Stroński E., *Ubezpieczenia na życie. Teoria i praktyka*, Poltext, Warszawa 2003.
- Sytuacja finansowa banków w 2004 roku. Synteza*, NBP, Warszawa, maj 2005.
- Sytuacja na rynku kredytowym – wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych*, NBP, Warszawa, październik 2005.
- Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych*, NBP, Warszawa, październik 2004.
- Szczepańska-Bębenek M., *Ubezpieczenie kredytu kupieckiego*, Przegląd ubezpieczeń społecznych i zdrowotnych 2002, Nr 6.
- Szeląg T., Mostowy M., *Organizacja służb odpowiedzialnych za proces zarządzania ryzykiem rynkowym*, Rynek Terminowy 2005, Nr 2(28).
- Szelągowska A., *Kapitał zagraniczny w polskich bankach*, Poltext, Warszawa 2004.
- Szymański K., *Opodatkowanie leasingu*, Przegląd Podatkowy 2004, Nr 10.
- Szysko L., Szczepański J., *Finanse przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2003.
- Śliwa J., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa w zarysie*, Prywatna Wyższa Szkoła Handlowa w Warszawie, Warszawa 1997.
- The European Business Survey*, Grant Thornton International, London, 2004.
- Tobin J., *Liquidity preference as behaviour towards risk*, Review of Economic Studies, vol. 26, nr 1, luty 1958.
- Tokaj-Krzewska A., *Franchising, Strategia rozwoju małych firm w Polsce*, Difin, Warszawa 1999.
- Treynor L., *Toward a theory of market value of risky assets*, niepublikowany rękopis.
- Ubezpieczenia gospodarcze*, Sangowski T. (red.), Poltext, Warszawa 2001.
- Ubezpieczyciel jest doradcą*, Gazeta Prawna nr 1591, 22.11.2005.

- Unifikacja gospodarek europejskich: szanse i zagrożenia*, Manikowski A., Psyk A. (red.), Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Warszawa 2004.
- Usługi bankowe dla samorządu terytorialnego*, Denek E. (red.), Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2000.
- Ustawa z dnia 11 marca 2004 o podatku od towarów i usług (Dz.U. 2004, Nr 54, poz. 535 późniejszymi zmianami).
- Ustawa z dnia 12 czerwca 2003 roku o terminach zapłaty w transakcjach handlowych (Dz.U. 2003, Nr 139, poz. 1323).
- Ustawa z dnia 14 czerwca 1991 o spółkach z udziałem zagranicznym (Dz.U. 1997, Nr 26, poz. 143 z późniejszymi zmianami).
- Ustawa z dnia 15 grudnia 2000 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (Dz.U. 2000, Nr 86, poz. 804).
- Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. 1992, Nr 106, poz. 482 z późniejszymi zmianami).
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks Spółek Handlowych, (Dz.U. 2000, Nr 94, poz. 1037z późniejszymi zmianami).
- Ustawa z dnia 19 listopada 1999 r. Prawo działalności gospodarczej (Dz.U. 1999, Nr 101, poz. 1178 z późniejszymi zmianami).
- Ustawa z dnia 20 listopada 1999 r. o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. 1999, Nr 95, poz. 1101).
- Ustawa z dnia 21 kwietnia 2005 o zmianie ustawy o podatku od towarów i usług oraz zmianie niektórych innych ustaw (Dz.U. 2005, Nr 90, poz. 756).
- Ustawa z dnia 23 grudnia 1988 r. o działalności gospodarczej oraz o działalności gospodarczej podmiotów zagranicznych (Dz.U. 1988, Nr 41 poz. 325 z późniejszymi zmianami).
- Ustawa z dnia 25 lipca 2000 r. o zmianie ustawy Kodeks cywilny (Dz.U. 2000, Nr 74, poz. 857).
- Ustawa z dnia 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dz.U. 1991, Nr 90 poz. 416 z późniejszymi zmianami).
- Ustawa z dnia 28 lutego 2003 roku Prawo upadłościowe i naprawcze, (Dz.U. 2003, Nr 60, poz. 535 późniejszymi zmianami).
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. 1995, Nr83, poz. 420, z późniejszymi zmianami).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005r. o obrocie instrumentami finansowymi, (Dz.U. 2005, Nr 183, poz. 1538).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005r.o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2005, Nr 184, poz. 1539).
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku – Prawo bankowe, (Dz.U. 1997, Nr 140, poz. 939, tekst jednolity Dz.U. 2002, Nr 72, poz. 665, z późniejszymi zmianami).
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. 1994, Nr 121, poz. 591, z późniejszymi zmianami).
- Ustawa z dnia 9 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o rachunkowości (Dz.U. 2000, Nr 113, poz. 1186).
- Utkin J., *Obligacje i ich portfele – wycena, wrażliwość, strategie*, SGH, Warszawa 2005.
- Walińska E., Michalak M., *Inwestycje*, Monitor Rachunkowości i Finansów 2003, Nr 4.
- Wędzki D., *Dobór narzędzi polityki kredytu handlowego*, Rachunkowość 1996, Nr 11.
- Wiadomości Handlowe, grudzień 2004.
- Wilimowska Z., Wilimowski M., *Sztuka zarządzania finansami*, OPO, Bydgoszcz 2001.
- Wojtaszek-Mik E., *Umowa franchisingu w świetle prawa konkurencji Wspólnoty Europejskiej i Polskiego Prawa Antymonopolowego*, Wydawnictwo DOM Organizatora, Toruń 2001.
- Wojtaszek P., *Kontrakty walutowe zyskają na podatku*, Parkiet z 12.11.2003.

- Woliński P., *Emisja euroobligacji – zabezpieczanie ryzyka*, Rynek Terminowy 2001 Nr 3(13).
- World Leasing Yearbook*, Euromoney Publication, UK, London 1994.
- Wstępny projekt Narodowej Strategii Rozwoju Regionalnego na lata 2007-2013*, Ministerstwo Gospodarki i Pracy, Warszawa, 14 czerwca 2005.
- Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce*, NBP, Warszawa 2005.
- Wyciąg z zalecenia Komisji 2003/361/WE z dnia 6 maja 2003 r. dotyczącego definicji małych i średnich przedsiębiorstw Dz.U. L 124 z 20.05.2003.
- Wyniki badania obrotów w kwietniu 2004 r. na krajowym rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych*, Departament Systemu Finansowego w NBP, Warszawa, 28.09.2004.
- Zajac J., *Instrumenty pochodne stóp procentowych i kursu walutowego w praktyce*, wyd. III rozszerzone i uaktualnione, LIBER, Warszawa 2002.
- Zarządzanie ryzykiem w ubezpieczeniach*, Ronka-Chmielowiec W. (red.), Wydawnictwo AE we Wrocławiu, Wrocław 2000.
- Zarzecki D., *Szacowanie kosztu kapitału własnego na potrzeby wyceny przedsiębiorstw w Polsce i na innych rynkach wschodzących*, Monitor Rachunkowości i Finansów, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000, Nr 7/8.
- Zeszyty Naukowe Politechniki Świętokrzyskiej nr 34, Gierulski W. (red.), Kielce 2005.
- Ziółkowska B., *Nowoczesność środków pracy jako czynnik wzrostu wartości przedsiębiorstwa*, Materiały z międzynarodowej konferencji naukowej pt. *Zarządzanie wiedzą a procesy restrukturyzacji i rozwoju przedsiębiorstw*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Krynica 2000.
- Zygierewicz M., *Czy fala podwyżek opłat i prowizji bankowych, która miała miejsce w ostatnich kilku miesiącach, może mieć związek z pogarszającą się jakością portfela kredytowego banków?* Bank 2002, Nr 2(113).

Strony internetowe:

www.fundusze-strukturalne.gov.pl
www.fundusze-strukturalne.pl
fundusze.ukie.gov.pl
www.parp.gov.pl
www.gpw.com.pl
www.parp.gov.pl
www.franchising.info.pl
www.profitsystem.pl
www.kpwig.com.pl
www.sejm.gov.pl
www.nbp.pl